

格力电器 (000651)/家电
龙头蓄力，静待反转

——2020 中报点评

评级：买入(维持)
分析师：邓欣
执业证书编号：S0740518070004

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

研究助理：姚玮

Email: yaowei@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	6016
流通股本(百万股)	5970
市价(元)	55.04
市值(亿元)	3311
流通市值(亿元)	3286

股价与行业-市场走势对比

相关报告
深度报告：

《格力八问，解构空调巨头的周期与成长》2019.6.30

点评报告：

《快手直播首秀，电商建设持续发力》2020.5.12

《回购预案发布，长效激励可期》2020.4.13

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	200,024	200,508	190,731	223,454	246,810
营业收入增速	33.33%	0.24%	-4.88%	17.16%	10.45%
归属于母公司的净利润	26,203	24,697	21,097	27,291	30,504
净利润增长率	16.97%	-5.75%	-14.58%	29.36%	11.78%
摊薄每股收益(元)	4.36	4.11	3.51	4.54	5.07
每股净资产(元)	15.18	18.31	23.70	26.31	31.48
P/E	12.64	13.41	15.69	12.13	10.85
市净率	3.63	3.01	2.32	2.09	1.75

投资要点

公司披露 2020 中报：收入、归母、扣非 706.02 亿、63.62 亿、59.97 亿，同比-28.21%、-53.73%、55.23%；
对应 Q2：收入、归母、扣非 496.93 亿、48.04 亿、45.67 亿，同比-13.33%、-40.53%、-44.84%。

分红：拟向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元（含税），共计约 60 亿。
结合 2019 年报分红 72 亿，公司分红比例已达 2019 年利润的 53%，逐渐回归正常分红预期。

近期我们对公司基本面的跟踪如下：

一、财务分析：短期受扰，Q2 略有修复
1. 收入：短期受去库存与疫情扰动

2020H1 收入 706.02 亿元，同比-28.21%，其中 Q1/Q2 分别-49.01%/-13.33%。

①分业务看：20H1 空调收入 413 亿，同比-47.89%；生活电器/智能装备分别实现收入 22 亿/2 亿元，同比-13.36%/-49.60%。以压缩机、漆包线等为主的其他主营收入 60 亿元，同比+476.42%，甲供为主的其他业务收入 198 亿元，同比+41.73%，并表南京华新带来收入提升。

我们预计格力空调收入除出货外，亦受到均价下行影响。据产业在线，格力 20H1 出货量同比-25.3%，其中 Q1/Q2 分别-42.1%/-10.7%。

②分地区看：20H1 内销主营业务收入 378 亿元，同比-45.56%；外销 119 亿元，同比-14.24%。产业在线显示格力 20H1 内销出货同比-28%，外销同比-19%。预计内销上半年均价受损更为严重。

2. 盈利：业务结构及价格战共同影响

公司其他流动负债中的返利 19H1/19 全年/20H1 分别为 620/618/612 亿元，变动较小，报表利润率的同比变化基本真实反映了公司盈利能力情况。

毛利率：H1 毛利率 21.11%，同比-9.91pct，其中 Q1/Q2 毛利率分别为 17.49%/22.62%，同比分别-13.1pct/-8.71pct。主因毛利率低的其他业务占比提升所致。

分业务看：空调业务 H1 毛利率 32.05%，同比-3.97pct；毛利率变化核心应在于出厂价下行，同时预计线上渠道占比提升也将影响毛利率。

生活电器/智能装备/其他毛利率分别为 32.79%/22.20%/2.22%，同比 +4.60%/+6.72%/-9.91pct；成本端应有原材料红利，其他业务毛利率下行受并表低毛利率的南京华新影响。

分地区看：内销/外销主营业务毛利率分别为 33.47%/12.58%，分别同比 -6.96%/+2.44pct。预计核心仍在于内销市场价格战影响。

费用率：H1 期间费用率 11.61%，同比-2.97pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别-3.15%/+0.26%/+0.44%/-0.53pct。费用端控制良好，销售费用率大幅下行。

净利率：H1 净利率 9.24%，同比-4.96pct；其中 Q1/Q2 净利率 7.74%/9.87%，分别-6.31%/-4.43pct。H1 扣非后净利率 8.49%，同比-5.13pct。H1 公司存 4.25 亿政府补助，坏账损失 0.33 亿小于同期，拉高盈利表现。

3. 经营&现金：现金流表现好转

现金流周转好转。从经营性现金流看，Q1/Q2 分别为-117.73/72.55 亿元，Q1 疫情&淡季下渠道打款意愿相对较低，公司现金流进行了部分牺牲；但 Q2 现金流质量出现明显好转。

在手现金仍极其富裕，公司“金矿”属性不改。公司 H1 账面现金类资产（货币资金+公允价值计量金融投资+其他流动资产）达 1494 亿。

■ 二、经营回顾：底部已过，反转可期

20H1 公司的挣扎来自于行业疫情下的冲击、自身库存及渠道改革的短期受累。但长远来看，空调行业的优质属性及公司制造端的核心壁垒并未受损。

我们认为，20H1 已经是行业层面及公司经营层面来看的底部，后续反转可期。

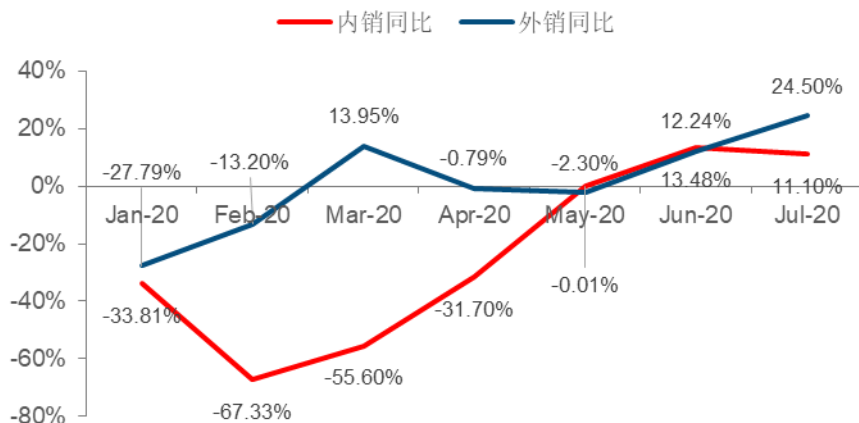
1. 行业：产销复苏强劲，价格有望回升

①量：空调安装属性重，H1 需求延期释放。

需求在疫情下延期，Q2 行业出货情况大幅好转。空调入户安装属性重，20H1 疫情下行业表现严重受损。但长期看，空调具备一定的必须消费品属性，被压制需求有望延期释放。据产业在线，空调行业内销出货量 H1 同比 -24.6%，Q1/Q2 分别-50.8%/-6.1%，疫情消退后，Q2 表现出现大幅好转。展望后续，地产销售有望带动家电需求持续回暖。下半年行业仍然主看竣工

工逻辑+去年低基数带来的景气复苏。7月强降雨天气部分影响此前炎夏预期，但空调行业上行趋势已经建立。核心关注6月、7月内外销出货均已出现双位数回正，下半年持续增长趋势可期。若站在2021角度来看，2020H1的低基数将带来较亮眼同比增长。

图表2：2020年空调内外销出货月度同比情况



来源：产业在线、中泰证券研究所

②价：Q2 均价仍有下行，但价格回暖已见信号。

行业均价仍下行，但环比已有回升迹象。据奥维，2020Q2 空调线上/线下零售均价分别-8.3%/-13.2%，格力均价则分别-14.9%/-26.9%，均价下行拖累公司业绩表现。但环比表现已显见底迹象：6月空调均价线上/线下环比+1%/+0%，促销力度逐渐收窄。

疫情下格局优化，龙头份额提升，盈利空间有望修复。H1 空调行业份额持续向龙头格力、美的集中，奥克斯等二线品牌份额大幅下行。双寡头格局巩固下，我们认为龙头后续降价的意愿将减弱。后续均价回升节奏受格力份额、渠道两方面调整进度影响，但上行趋势已经确立，同时新能效标准落地也有望促进行业均价回升。

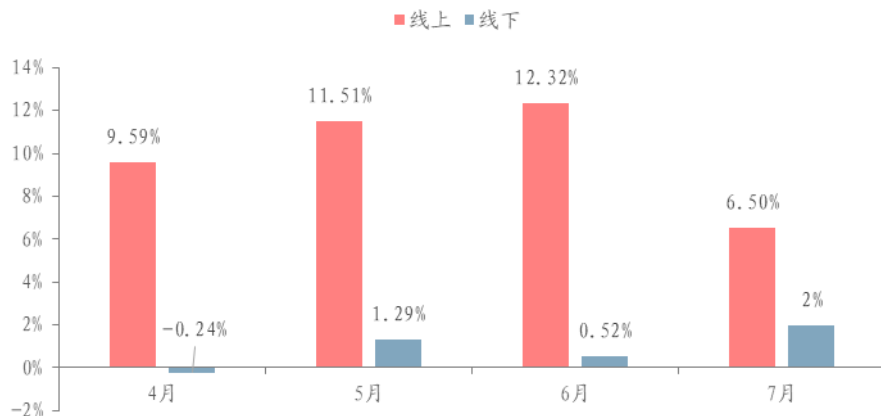
2. 库存与份额：Q2 线上发力，份额大幅提升，库存有望去化

2018 年公司的压货带来高渠道库存，也造成了近两年来竞争中的被动表现。20Q1 疫情期间格力更是面临出货量和零售量齐跌，主因在于库存和线上的共同压力。

Q2 随格力发力新零售，线上份额大幅提升。公司 Q2 以数场天价直播宣告了自己的新零售发力开启，也迎来了线上零售份额表现的大幅抬升。据奥维，格力 4-7 月线上份额分别同比+9.59/+11.51/+12.32/+6.50pct，凭借优秀的产品力、品牌力沉淀，公司实现了份额的快速抢占。

零售表现带动库存去化。空调旺季促销结束，公司在终端零售的较好表现有望带动库存去化，减缓后续经营压力。上文中提及的行业均价回升，也印证了格力库存水平有望回落至正常水平的判断。

图表 2：2020 年 4-7 月格力线上、线下份额同比变动情况



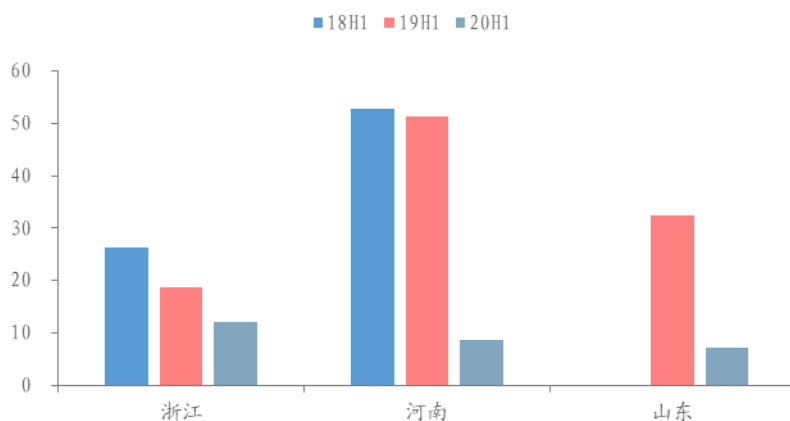
来源：奥维云网、中泰证券研究所

3. 渠道改革：格力的新零售发力

天价销售额为短期表现，重点在于新零售发力动向。公司 Q2 直播带货实现数十亿销售额，也存在许多关于增收不增利的质疑；但我们认为：核心不在于短期促销效果，而在于①公司对于线上带动线下的新零售模式探索初显成效，线下渠道层级逐渐优化；②董事长董明珠重新参与销售工作，公司对渠道变革的重视性加大。

改革之下，阵痛难免。从公司披露的与部分销售公司之间的关联销售情况看，20H1 关联销售额出现了较大幅度的回落。20H1 现金流表现不如往期，也证明了渠道打款意愿的削弱。但长期来看，我们认为公司的新零售发力是走在正确的道路上，公司有能力在渠道变革中重塑竞争力。

图表 2：2020H1 公司与销售公司关联销售情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

4. 中期如期分红，回购稳步进行

中期分红如期而至。公司中报分红 59 亿。结合 2019 年报分红 72 亿，公司分红比例已达 2019 年利润的 53%，逐渐回归正常分红预期。

回购持续落地。据中报，公司目前回购账户持有 0.47 亿股，已支付金额 26.3 亿，成交价区间为 55.05-57.00 元。据此前预案，公司拟使用 30-60 亿自有资金，回购对应总股本的 0.71%-1.42%，用于实施股权激励或员工持股计划。目前回购已逐渐接近此前预案下限。

■ 四、投资建议：买入评级

我们判断 20H1 有望为公司底部：目前行业复苏强劲，公司库存去化与渠道改革均有收获，积极信号持续释放。中长期看：混改带来的经营提升、管理层与股东利益的一致，都将助推后续经营治理的改善。

同时我们提示，公司当前基本面的复苏及与目前较美的等竞争对手较落后的涨幅，强化了其当前的配置价值。

我们略微下调盈利预测，预计未来 3 年公司归母净利 211、273、305 亿元，（前值 255、288、321 亿元）。同比-15%、+29%、+12%，对应 PE16、12、11X。维持买入评级。

■ 风险提示

行业竞争加剧，景气恢复不及预期，疫情反复

盈利预测与估值

损益表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	200,024	200,508	190,731	223,454	246,810
增长率	33.3%	0.2%	-4.9%	17.2%	10.5%
营业成本	-138,234	-143,499	-140,771	-160,998	-176,661
% 销售收入	69.1%	71.6%	73.8%	72.0%	71.6%
毛利	61,790	57,009	49,960	62,456	70,150
% 销售收入	30.9%	28.4%	26.2%	28.0%	28.4%
营业税金及附加	-1,742	-1,543	-1,468	-1,720	-1,899
% 销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-18,900	-18,310	-19,455	-24,580	-28,383
% 销售收入	9.4%	9.1%	10.2%	11.0%	11.5%
管理费用	-4,366	-3,796	-4,387	-4,916	-5,677
% 销售收入	2.2%	1.9%	2.3%	2.2%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	36,783	33,361	24,651	31,240	34,191
% 销售收入	18.4%	16.6%	12.9%	14.0%	13.9%
财务费用	948	2,427	-1,907	-2,235	-2,468
% 销售收入	-0.5%	-1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	262	-843	-1,947	-3,052	-4,157
公允价值变动收益	46	228	0	0	0
投资收益	107	-227	0	0	0
% 税前利润	0.3%	—	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	38,145	34,946	20,796	25,954	27,566
营业利润率	19.1%	17.4%	10.9%	11.6%	11.2%
营业外收支	277	-252	398	398	398
税前利润	38,422	34,693	21,194	26,351	27,964
利润率	19.2%	17.3%	11.1%	11.8%	11.3%
所得税	-4,894	-4,525	-3,868	-5,004	-5,593
所得税率	12.7%	13.0%	18.3%	19.0%	20.0%
净利润	26,379	24,827	21,221	27,451	30,684
少数股东损益	176	131	124	160	179
归属于母公司的净利润	26,203	24,697	21,097	27,291	30,504
净利率	13.1%	12.3%	11.1%	12.2%	12.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	26,379	24,827	21,221	27,451	30,684
加: 折旧和摊销	3,110	3,194	3,143	3,150	3,156
资产减值准备	262	1,122	0	0	0
公允价值变动损失	-46	-228	0	0	0
财务费用	-1,113	-4,097	1,907	2,235	2,468
投资收益	-107	227	0	0	0
少数股东损益	176	131	124	160	179
营运资金的变动	-10,216	-23,903	-63,619	65,378	-63,502
经营活动现金净流	26,941	27,894	-37,349	98,213	-27,194
固定资本投资	-1,547	-1,503	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-21,846	-11,275	4,240	-1,272	-826
股利分配	-12,633	-12,633	-8,944	-11,570	-12,933
其他	15,147	-6,589	35,938	-35,827	26,481
筹资活动现金净流	2,514	-19,222	26,994	-47,397	13,548
现金净流量	7,609	-2,603	-6,115	49,544	-14,471

资产负债表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	113,079	125,401	119,286	168,830	154,359
应收款项	43,908	8,672	64,435	21,215	73,387
存货	20,012	24,085	14,813	29,674	19,141
其他流动资产	22,713	55,206	56,509	56,082	57,187
流动资产	199,711	213,364	255,042	275,801	304,074
% 总资产	79.5%	75.4%	80.4%	82.0%	84.0%
长期投资	5,005	7,563	7,530	7,513	7,483
固定资产	18,386	19,122	16,231	13,337	10,442
% 总资产	7.3%	6.8%	5.1%	4.0%	2.9%
无形资产	5,205	5,306	5,185	5,059	4,930
非流动资产	51,523	69,608	62,224	60,345	58,014
% 总资产	20.5%	24.6%	19.6%	18.0%	16.0%
资产总计	251,234	282,972	317,266	336,146	362,088
短期借款	22,068	15,944	33,546	0	15,401
应付款项	64,228	77,880	62,052	98,644	77,885
其他流动负债	71,391	75,744	75,744	75,744	75,744
长期贷款	157,686	169,568	171,342	174,388	169,030
其他长期负债	833	1,309	1,309	1,309	1,309
负债	158,519	170,925	172,699	175,697	170,340
普通股股东权益	91,327	110,154	142,550	158,270	189,390
少数股东权益	1,388	1,894	2,018	2,178	2,358
负债股东权益合计	251,234	282,972	317,266	336,146	362,088

比率分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	4.36	4.11	3.51	4.54	5.07
每股净资产 (元)	15.18	18.31	23.70	26.31	31.48
每股经营现金净流 (元)	4.48	4.64	-6.21	16.33	-4.52
每股股利 (元)	2.10	2.10	1.49	1.92	2.15
回报率					
净资产收益率	28.69%	22.42%	14.80%	17.24%	16.11%
总资产收益率	10.50%	8.77%	6.69%	8.17%	8.47%
投入资本收益率	-70.51%	-98.77%	-65.93%	109.39%	-77.51%
增长率					
营业总收入增长率	33.33%	0.24%	-4.88%	17.16%	10.45%
EBIT 增长率	39.16%	-6.73%	-22.24%	28.93%	11.83%
净利润增长率	16.97%	-5.75%	-14.58%	29.36%	11.78%
总资产增长率	16.87%	12.63%	12.12%	5.95%	7.72%
资产管理能力					
应收账款周转天数	12.7	15.0	12.9	12.9	12.9
存货周转天数	32.9	39.6	36.7	35.8	35.6
应付账款周转天数	95.8	101.2	104.3	104.3	104.3
固定资产周转天数	32.3	33.7	33.4	23.8	17.3
偿债能力					
净负债 / 股东权益	-111.45%	-92.19%	-93.55%	-96.20%	-130.51%
EBIT 利息保障倍数	-38.7	-14.1	13.9	15.3	15.5
资产负债率	63.10%	60.40%	54.43%	52.27%	47.04%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。