

格力电器(000651)

点评报告

行业公司研究——白色家电行业

证券研究报告

# 发力电商渠道，重塑线上格局

## ——格力设立电商子公司事件点评

✍️：吴东炬 执业证书编号：S1230519040004  
☎️：021-80106027  
✉️：wudongju@stocke.com.cn

### 报告导读

天眼查显示，格力于11月5日注资1亿元成立全资子公司格力电子商务，董明珠任董事长。

### 投资要点

#### □ 成立电商公司，发力线上渠道

目前格力在电商渠道份额仅有14%，远低于其在线下渠道30%+的市占率，主要是基于保护线下渠道利益的考虑，格力此前对电商投入较少、定价较为保守，奥维显示格力线上均价较其线下低21%，价差水平明显小于竞争对手，这不仅使其线上份额偏低、也给了奥克斯等通过电商发展壮大的机会；

在空调电商占比不断提升以及行业步入弱景气周期的背景下，此时格力成立高规格电商公司意在发力线上、打击以电商渠道为主的中小品牌，预计此举将重塑线上竞争格局、推动格力线上份额持续回升。

#### □ 龙头推进促销，竞争格局向好

新冷年开盘后格力降价促销力度加大，电商价格也一改此前保守风格，9月、10月格力电商均价同比降幅分别达到10%、15%，同时举报事件使奥克斯电商份额大降且中小品牌成本被迫抬升，在此背景下，价差优势缩小使得小品牌份额压力明显加大、龙头集中度有望进一步提升，9月格力线上、线下份额已经全部止跌企稳、同比增幅实现转正，随着“龙头降价、小品牌涨价”局面延续，看好份额回升推动龙头保持平稳增长。

#### □ 业绩稳健增长，混改落地提升估值，维持买入

基于龙头集中度提升以及地产竣工逐步改善，预计公司业绩稳健增长依旧确定；而随着高瓴入主、混改落地，公司在管理层激励、治理改善等层面打开了想象空间，看好公司估值进一步修复，同时分红比例也有望提升；预计2019-2021年EPS分别为4.75、5.23、5.73元，对应PE 13、12、11倍，维持买入评级。

**风险提示：**空调竞争加剧使得费用投入超预期、原材料上涨超预期

### 财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	198123.18	209276.74	225196.33	242378.02
(+/-)	33.61%	5.63%	7.61%	7.63%
净利润	26202.79	28550.65	31435.18	34482.65
(+/-)	16.97%	8.96%	10.10%	9.69%
每股收益(元)	4.36	4.75	5.23	5.73
P/E	14.63	13.42	12.19	11.11

### 评级

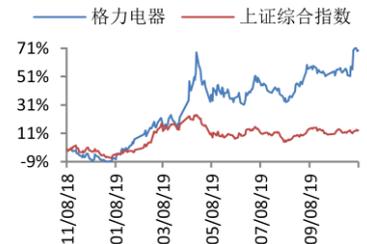
买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥63.71

### 单季度业绩

元/股

3Q/2019	1.40
2Q/2019	1.35
1Q/2019	0.95
4Q/2018	0.85



### 公司简介

### 相关报告

- 《格力电器三季报点评：业绩符合预期，混改落地估值有望修复》2019.10.31
- 《混改落地在即，治理改善将至？》2019.10.10
- 《格力电器：Q2经营超预期，期待混改落地》2019.09.02
- 《空调寡头利润增速超预期》2011.03.23
- 《格力电器(000651)：第三季度净利润增速超预期》2010.10.22

报告撰写人：

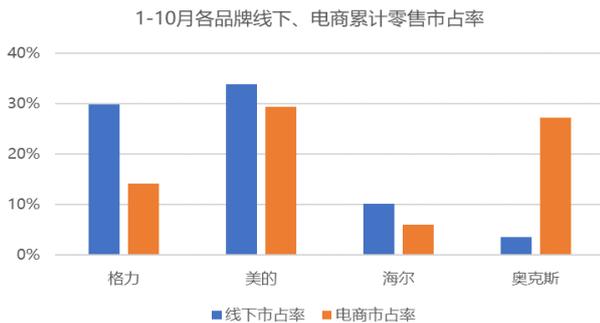
数据支持者：杨宝龙

## 1. 成立电商公司，发力线上渠道

目前格力在电商渠道份额仅有 14%，远低于其在线下渠道 30%+ 的市占率，主要是基于保护线下渠道利益的考虑，格力此前对电商投入较少、定价较为保守，奥维显示格力线上均价较其线下低 21%，价差水平明显小于竞争对手，这不仅使其线上份额偏低、也给了奥克斯等通过电商发展壮大的机会；

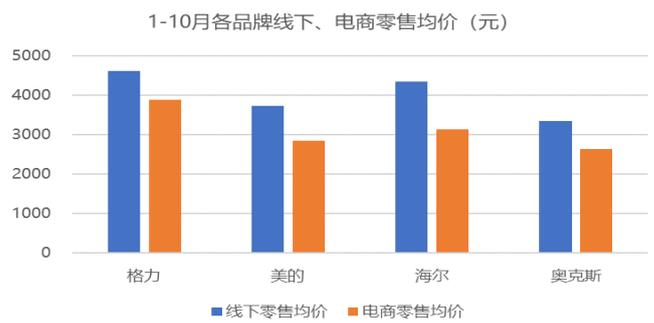
在空调电商占比不断提升以及行业步入弱景气周期的背景下，此时格力成立高规格电商公司意在发力线上、打击以电商渠道为主的中小品牌，预计此举将重塑线上竞争格局、推动格力线上份额持续回升。

图 1：格力电商份额仅 14%，与其行业龙头地位不匹配



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 2：格力电商定价保守，线上线下载差小于竞争对手

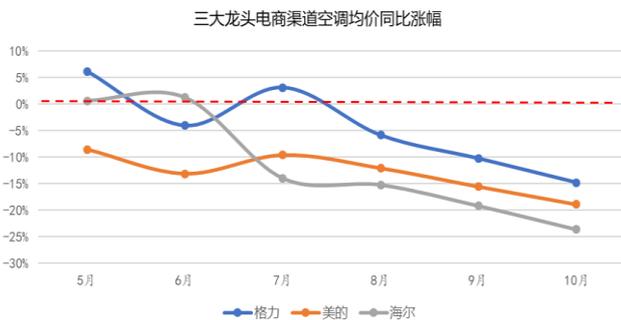


资料来源：奥维，浙商证券研究所

## 2. 龙头推进促销，竞争格局向好

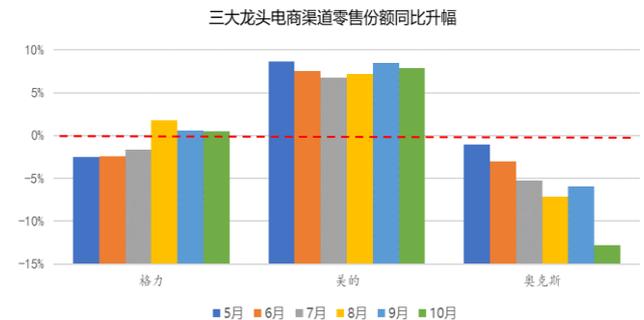
新冷年开盘后格力降价促销力度加大，电商价格也一改此前保守风格，9月、10月格力电商均价同比降幅分别达到 10%、15%，同时举报事件使奥克斯电商份额大降且中小品牌成本被迫抬升，在此背景下，价差优势缩小使得小品牌份额压力明显加大、龙头集中度有望进一步提升，9月格力线上、线下份额已经全部止跌企稳、同比增幅实现转正，随着“龙头降价、小品牌涨价”局面延续，看好份额回升推动龙头保持平稳增长。

图 3：新冷年开盘后格力降价促销力度加大



资料来源：奥维，浙商证券研究所

图 4：促销推动格力电商份额回升，奥克斯份额则大幅下降



资料来源：奥维，浙商证券研究所

### 3. 业绩稳健增长，混改落地提升估值，维持买入

基于龙头集中度提升以及地产竣工逐步改善，预计公司业绩稳健增长依旧确定；而随着高瓴入主、混改落地，公司在管理层激励、治理改善等层面打开了想象空间，看好公司估值进一步修复，同时分红比例也有望获得提升；预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 4.75、5.23、5.73 元，对应 PE 13、12、11 倍，维持买入评级。

### 4. 风险提示

空调竞争加剧使得费用投入超预期、原材料上涨超预期

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	199710.95	225775.16	245426.17	266549.18
现金	113079.03	143361.54	153824.65	170124.23
交易性金融资产	1012.47	538.17	717.56	756.07
应收账款	43611.23	44825.17	47984.13	51423.29
其它应收款	296.59	381.16	377.08	403.38
预付账款	2161.88	3769.39	4104.64	3794.62
存货	20011.52	21053.26	23719.15	24686.37
其他	19538.24	11846.46	14698.97	15361.22
<b>非流动资产</b>	51523.21	48869.62	50322.44	51323.54
金额资产类	2216.20	1925.15	2105.43	2082.26
长期投资	2250.73	2250.73	2250.73	2250.73
固定资产	18374.18	18473.72	18089.12	17896.26
无形资产	5204.50	5918.10	6660.95	7596.60
在建工程	1663.94	1229.58	1238.44	1213.35
其他	21813.66	19072.35	19977.76	20284.35
<b>资产总计</b>	251234.16	274644.78	295748.61	317872.72
<b>流动负债</b>	157686.13	164536.99	168996.19	174427.32
短期借款	22067.75	17138.31	19284.05	19496.70
应付款项	49822.80	64665.50	65043.20	68320.88
预收账款	9792.04	9417.45	10133.83	10907.01
其他	76003.53	73315.73	74535.10	75702.73
<b>非流动负债</b>	833.32	681.85	719.19	744.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	833.32	681.85	719.19	744.79
<b>负债合计</b>	158519.45	165218.85	169715.39	175172.11
少数股东权益	1387.62	1579.65	1791.09	2023.02
归属母公司股东权	91327.10	107846.28	124242.13	140677.59
<b>负债和股东权益</b>	251234.16	274644.78	295748.61	317872.72
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	单位: 百万元			
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	26940.79	45295.55	24064.55	34597.98
净利润	26379.03	28742.68	31646.62	34714.59
折旧摊销	3110.33	1327.85	1410.24	1493.99
财务费用	-948.20	-2079.86	-1455.04	-1596.81
投资损失	-106.77	-251.71	-179.24	-215.47
营运资金变动	-3592.01	15829.28	-4077.43	1191.37
其它	2098.41	1727.32	-3280.59	-989.68
<b>投资活动现金流</b>	-21845.77	-151.14	-2170.94	-2048.93
资本支出	-1546.88	-863.33	-870.96	-1093.72
长期投资	-2202.55	277.99	-164.59	17.06
其他	-18096.33	434.21	-1135.39	-972.27
<b>筹资活动现金流</b>	2513.85	-14861.90	-11430.51	-16249.47
短期借款	3421.65	-4929.44	2145.74	212.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-907.81	-9932.46	-13576.26	-16462.12
<b>现金净增加额</b>	7608.87	30282.51	10463.10	16299.59

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	198123.18	209276.74	225196.33	242378.02
营业成本	138234.17	145195.25	155986.85	167621.40
营业税金及附加	1741.89	2246.44	2231.68	2378.23
营业费用	18899.58	20090.57	21393.65	23025.91
管理费用	4365.85	3766.98	3377.94	3393.29
研发费用	6988.37	6696.86	6755.89	7028.96
财务费用	-948.20	-2079.86	-1455.04	-1596.81
资产减值损失	261.67	215.59	310.01	301.16
其他经营收益	46.26	46.26	46.26	46.26
投资净收益	106.77	251.71	179.24	215.47
<b>营业利润</b>	409.19	404.63	406.91	405.77
营业外收入	30996.88	33847.51	37227.76	40893.37
营业外支出	276.62	276.62	276.62	276.62
<b>利润总额</b>	31273.51	34124.13	37504.38	41169.99
所得税	4894.48	5381.45	5857.76	6455.41
<b>净利润</b>	26379.03	28742.68	31646.62	34714.59
少数股东损益	176.24	192.03	211.44	231.93
<b>归属母公司净利润</b>	26202.79	28550.65	31435.18	34482.65
EBITDA	33791.04	34508.83	37596.28	41203.89
EPS (元)	4.36	4.75	5.23	5.73
<b>主要财务比率</b>				
	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入	33.61%	5.63%	7.61%	7.63%
营业利润	18.64%	9.20%	9.99%	9.85%
归属母公司净利润	16.97%	8.96%	10.10%	9.69%
<b>获利能力</b>				
毛利率	30.23%	30.62%	30.73%	30.84%
净利率	13.31%	13.73%	14.05%	14.32%
ROE	32.85%	28.25%	26.70%	25.66%
ROIC	22.80%	22.34%	21.26%	20.89%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.10%	60.16%	57.39%	55.11%
净负债比率	13.92%	10.37%	11.36%	11.13%
流动比率	1.27	1.37	1.45	1.53
速动比率	1.14	1.24	1.31	1.39
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.85	0.80	0.79	0.79
应收帐款周转率	29.32	27.86	29.62	29.62
应付帐款周转率	3.76	3.26	3.10	3.23
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	4.36	4.75	5.23	5.73
每股经营现金	4.48	7.53	4.00	5.75
每股净资产	15.18	17.93	20.65	23.38
<b>估值比率</b>				
P/E	14.63	13.42	12.19	11.11
P/B	4.20	3.55	3.08	2.72
EV/EBITDA	3.68	7.48	6.65	5.68

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>