

格力电器 (000651.SZ)

Q2 收入改善，静待渠道变革成效

事件：公司发布 2020 年半年报。2020H1 公司实现营业收入 695.02 亿元，同比下降 28.57%；实现归母净利润 63.62 亿元，同比下降 53.73%，符合此前业绩预告 48%-54% 的下滑区间。其中 Q2 收入 491.07 亿元，同比下滑 13.47%，净利润 48.04 亿元，同比下滑 40.53%。此外，公司中期向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元，分红率为 94%。

渠道变革叠加疫情影响，公司短期收入承压。1) 分季度看，Q2 收入降幅收窄：Q1 收入同比下滑 49.7%，随着疫情影响逐步消失，Q2 收入下滑幅度为 13.47%，降幅收窄明显。2) 空调业务：H1 空调收入 413.33 亿元，同比下滑 47.89%，产业在线显示公司整体出货增速为 -25% 左右，预计空调价格因为降价促销、线上占比增长、去低能效等级库存导致价格下降幅度较大。2020 年 H1 公司与浙江、河南和山东盛世关联方的交易额为同比下滑 35.06%/83.14%/77.67%。3) 空调之外业务：H1 生活电器收入 22.18 亿元，同比下滑 13.36%。公司智能装备收入 2.09 亿，同比下滑 49.6%。其他主营业务（零部件）59.5 亿元，同比增长 476.42%；大宗原材料集采业务（其他业务）收入 197.9 亿元，同比增长 41.73%。我们预计新能效标准带来结构提升和行业库存处于低位，未来价格将逐步改善。

受疫情和渠道改革影响，盈利能力仍承压。2020H1 公司毛利率 21.11%，同比下降 10pct，主要系 1) 空调业务规模效应降低导致固定成本分摊减少，国内降价促销也导致毛利率受损，空调业务毛利率下降 3.97pct 至 32.05%，整个制造业务（包含空调、生活电器、智能装备和零部件）毛利率下降 6.91pct。2) 由于毛利率仅为 2.63% 的大宗原材料采购销售业务占比的迅速提升，导致公司整体毛利率结构性降低。3) 主营业务分国内外看，内销毛利率下降 6.96pct 至 33.47%，出口毛利率逆势同比提升 2.44pct 至 12.58%。费用方面：2020H1 公司销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别为 7.44%/2.16%/3.51%/-1.67%，同比 -3.15/+0.26/+0.44/-0.53pct，期间费用率整体为 11.61%，下降 2.97pct，净利率为 9.24%，同比下降 4.96pct。

盈利预测与投资建议。我们维持公司 2020-2022 年归母净利润为 218.9 亿元、240.3 亿元、263.0 亿元的预测，同比增速为 -11.4%、9.8% 和 9.5%，疫情将短期导致公司盈利能力受影响，同时也将有利于份额向龙头集中，长期看公司竞争壁垒依旧深厚，维持“买入”投资评级。

风险提示：价格战导致盈利受损，原材料价格波动。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	198,123	198,153	188,069	208,350	227,998
增长率 yoy (%)	33.6	0.0	-5.1	10.8	9.4
归母净利润（百万元）	26,203	24,697	21,889	24,025	26,304
增长率 yoy (%)	17.0	-5.7	-11.4	9.8	9.5
EPS 最新摊薄（元/股）	4.36	4.11	3.64	3.99	4.37
净资产收益率 (%)	28.5	22.2	17.4	16.0	14.9
P/E (倍)	13.2	14.0	15.8	14.4	13.1
P/B (倍)	3.8	3.1	2.8	2.3	2.0

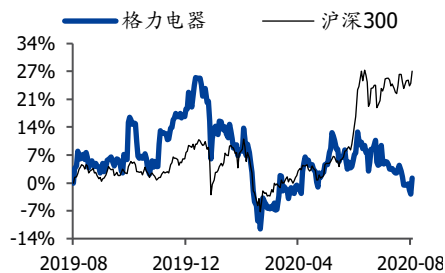
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	白色家电
前次评级	买入
最新收盘价	55.04
总市值(百万元)	331,105.83
总股本(百万股)	6,015.73
其中自由流通股(%)	99.24
30 日日均成交量(百万股)	46.31

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 马王杰

执业证书编号：S0680519080003

邮箱：mawangjie@gszq.com

研究助理 郑紫舟

邮箱：zhengzizhou@gszq.com

相关研究

- 《格力电器 (000651.SZ)：Q2 收入环比改善，利润仍承压》2020-07-15
- 《格力电器 (000651.SZ)：直面压力，关注渠道变化》2020-04-30
- 《格力电器 (000651.SZ)：Q1 至暗时刻，不改公司长期价值》2020-04-15



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	199711	213364	192746	261524	255891
现金	113079	125401	69671	165543	122111
应收票据及应收账款	7700	8513	5479	10759	6598
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	2162	2396	2805	3142	3005
存货	20012	24085	16410	28441	20603
其他流动资产	56759	52970	98382	53640	103574
非流动资产	51523	69608	66777	67841	68373
长期投资	2251	7064	7068	7069	7067
固定资产	18386	19122	16463	17297	17577
无形资产	5205	5306	5706	6167	6599
其他非流动资产	25682	38116	37540	37308	37130
资产总计	251234	282972	259523	329365	324264
流动负债	157686	169568	131372	177041	145502
短期借款	22068	15944	19006	17475	18241
应付票据及应付账款	38987	41657	32401	49623	40068
其他流动负债	96631	111967	79965	109943	87193
非流动负债	833	1356	1305	1316	1296
长期借款	0	47	38	28	19
其他非流动负债	833	1309	1267	1288	1278
负债合计	158519	170925	132676	178358	146798
少数股东权益	1388	1894	2022	2158	2313
股本	6016	6016	6016	6016	6016
资本公积	93	93	93	93	93
留存收益	85439	97294	111953	130249	148680
归属母公司股东权益	91327	110154	124824	148849	175153
负债和股东权益	251234	282972	259523	329365	324264

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	26941	27894	-50496	102247	-39742
净利润	26379	24827	22018	24161	26459
折旧摊销	3110	3194	2021	2176	2453
财务费用	-948	-2427	1896	1745	1556
投资损失	-107	227	-79	-76	-74
营运资金变动	-6906	11437	-76351	74281	-70096
其他经营现金流	5412	-9365	0	-40	-40
投资活动现金流	-21846	-11275	860	-3110	-2879
资本支出	3838	4713	-2793	1042	545
长期投资	-8767	-4062	-4	8	1
其他投资现金流	-26775	-10624	-1936	-2060	-2333
筹资活动现金流	2514	-19222	-6095	-3264	-811
短期借款	3422	-6124	3062	-1531	765
长期借款	0	47	-9	-9	-9
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-32	0	0	0	0
其他筹资现金流	-876	-13145	-9147	-1724	-1567
现金净增加额	7413	-2400	-55730	95873	-43432

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	198123	198153	188069	208350	227998
营业成本	138234	143499	131779	145954	159599
营业税金及附加	1742	1543	1880	1916	2039
营业费用	18900	18310	21440	24794	27360
管理费用	4366	3796	5642	6042	6840
研发费用	-948	-2427	1896	1745	1556
财务费用	-262	-843	-427	-578	-650
资产减值损失	46	228	0	40	40
其他收益	107	-227	79	76	74
公允价值变动收益	30997	29605	25938	28592	31368
投资净收益	318	346	300	200	200
资产处置收益	41	598	171	208	255
营业利润	31274	29353	26067	28584	31314
营业外收入	4894	4525	4049	4424	4855
营业外支出	26379	24827	22018	24161	26459
利润总额	176	131	128	136	155
所得税	26203	24697	21889	24025	26304
净利润	32329	29754	26222	28339	30535
少数股东损益	4.36	4.11	3.64	3.99	4.37
归属母公司净利润	198123	198153	188069	208350	227998
EBITDA	138234	143499	131779	145954	159599
EPS (元)	1742	1543	1880	1916	2039

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	33.6	0.0	-5.1	10.8	9.4
营业利润(%)	18.6	-4.5	-12.4	10.2	9.7
归属于母公司净利润(%)	17.0	-5.7	-11.4	9.8	9.5
获利能力					
毛利率(%)	30.2	27.6	29.9	29.9	30.0
净利率(%)	13.2	12.5	11.6	11.5	11.5
ROE(%)	28.5	22.2	17.4	16.0	14.9
ROIC(%)	21.7	17.8	14.2	13.3	12.2
偿债能力					
资产负债率(%)	63.1	60.4	51.1	54.2	45.3
净负债比率(%)	-98.2	-97.6	-39.9	-98.0	-58.5
流动比率	1.3	1.3	1.5	1.5	1.8
速动比率	1.1	1.1	1.3	1.3	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	29.3	24.4	26.9	25.7	26.3
应付账款周转率	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	4.36	4.11	3.64	3.99	4.37
每股经营现金流(最新摊薄)	3.41	6.88	-8.39	17.00	-6.61
每股净资产(最新摊薄)	15.18	18.31	20.75	24.74	29.12
估值比率					
P/E	13.2	14.0	15.8	14.4	13.1
P/B	3.79	3.14	2.77	2.32	1.97
EV/EBITDA	7.90	8.0	11.3	7.0	8.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

事件：公司发布 2020 年半年报	4
渠道变革叠加疫情影响，公司短期收入承压	4
受疫情和渠道改革影响，盈利能力仍承压	6
新能效实施叠加渠道变革，助推公司升级	6
盈利预测与投资建议	6
风险提示	7

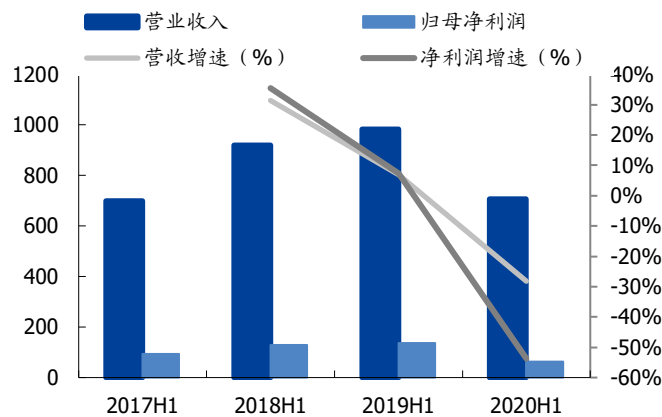
图表目录

图表 1：公司半年度业绩情况（亿元）	4
图表 2：公司二季度业绩情况（亿元）	4
图表 3：公司 Q1-Q2 收入增速（%）	4
图表 4：公司空调销量增速（%）	4
图表 5：格力关联交易额（亿元）	5
图表 6：公司半年度分业务收入占比（%）	5
图表 7：公司主营业务收入内外销占比（%）	5
图表 8：公司半年度毛利率及净利率情况（%）	6
图表 9：公司二季度毛利率及净利率情况（%）	6

事件：公司发布 2020 年半年报

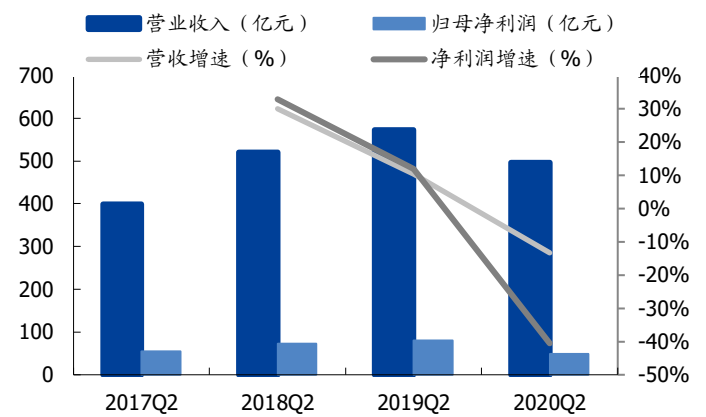
2020 年上半年，公司实现营业收入 695.02 亿元，同比下降 28.57%；实现归母净利润 63.62 亿元，同比下降 53.73%，符合此前业绩预告 48%-54% 的下滑区间。其中 Q2 收入为 491.07 亿元，同比下滑 13.47%，净利润为 48.04 亿元，同比下滑 40.53%。此外，公司中期向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元，分红率为 94%。

图表 1：公司半年度收入和净利润（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：公司二季度收入和净利润（亿元）



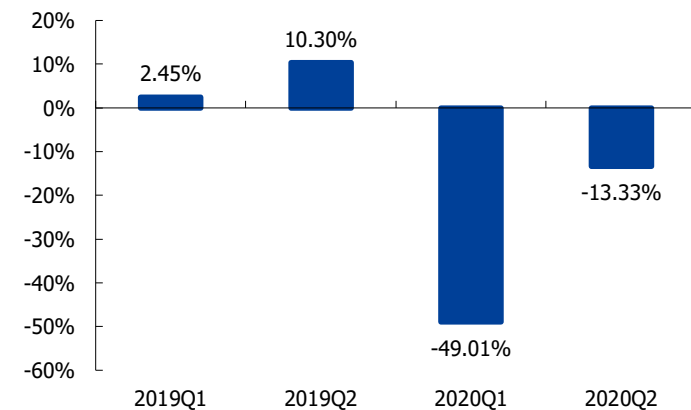
资料来源：Wind，国盛证券研究所

渠道变革叠加疫情影响，公司短期收入承压

分季度看，Q2 收入降幅收窄

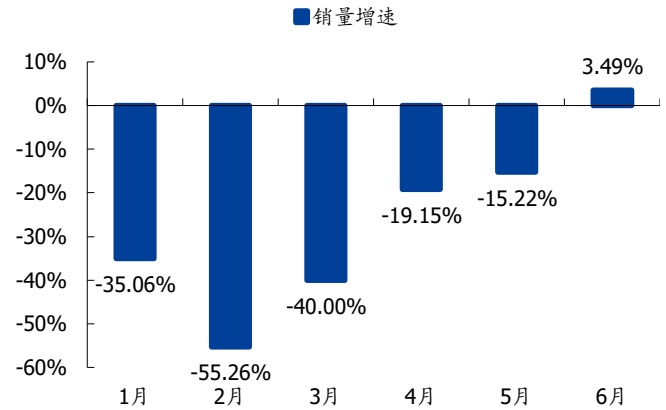
一季度由于疫情影响导致线下安装受阻，公司销售出现较大影响，收入同比下滑 49.7%，Q2 随着疫情影响逐步消失，公司收入端出现回暖，Q2 收入下滑幅度为 13.33%，降幅收窄明显。根据产业在线数据，公司销售量降幅也呈现逐月收窄的趋势，Q1 销量 682 万台，降幅为 42.15%，Q2 销量 1215 万台，降幅为 10.66%。由于在全国范围内推广新零售模式，稳步推进销售渠道和内部管理变革，实施积极的促销政策，公司 Q2 单季度收入仍未能转正。

图表 3：公司 Q1-Q2 收入增速 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 4：公司空调销量增速 (%)

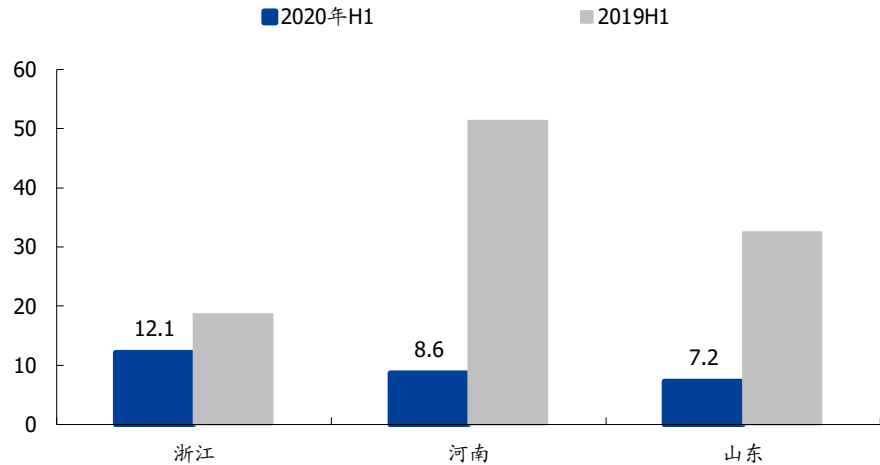


资料来源：产业在线，国盛证券研究所

分品类看，小家电表现优于空调，其他业务增长迅速

2020H1 格力空调收入 413.33 亿元，同比下滑 47.89%，产业在线显示公司整体出货增速为-25%左右，空调价格因为降价促销、线上占比增长、去低能效等级库存导致价格下降幅度较大。2020 年上半年公司与浙江盛世、河南盛世、和山东盛世关联方的交易额为 12.12 亿元、8.64 亿元和 7.25 亿元，同比下滑 35.06%、83.14%和 77.67%。

图表 5: 格力关联交易额 (亿元)

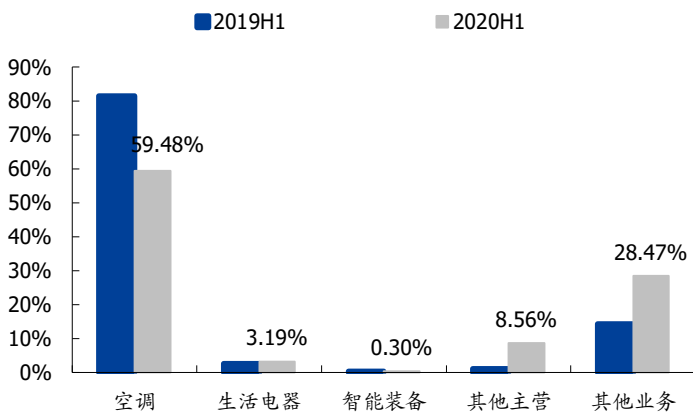


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

空调之外的业务: 2020H1 生活电器收入 22.18 亿元，同比下滑 13.36%。公司智能装备收入 2.09 亿，同比下滑 49.6%。其他主营业务(零部件)59.5 亿元，同比增长 476.42%；大宗原材料集采业务(其他业务)收入 197.9 亿元，同比增长 41.73%

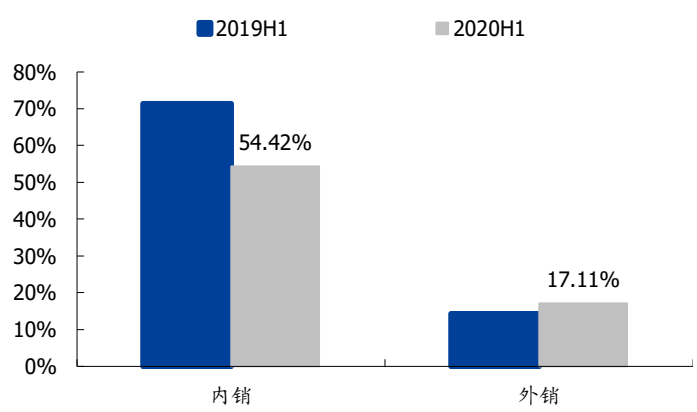
分内外销看: 公司上半年内销增速为 45.46%，外销下滑 14.24%。根据产业在线数据，格力空调的内销和出口销量分别下滑 28.4%和 18.98%。

图表 6: 公司半年度 分业务收入占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 公司主营业务收入内外销占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

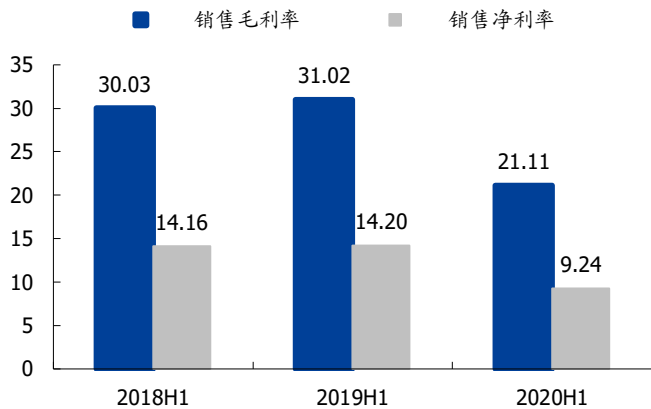
展望下半年: 随着疫情影响消失，以及渠道调整进一步优化，公司经营将逐步走上正轨，预计未来市占率将逐步回升；空调行业价格也因为库存在低位，新能效标准带来结构提升会有所上升。

受疫情和渠道改革影响，盈利能力仍承压

2020H1 公司毛利率 21.11%，同比下降 10pct，主要系 1) 空调业务规模效应降低导致固定成本分摊减少，国内降价促销也导致毛利率受损，空调业务毛利率下降 3.97pct 至 32.05%，整个制造业务(包含空调、生活电器、智能装备和零部件)毛利率下降 6.91pct。2) 由于毛利率仅为 2.63%的大宗原材料采购销售业务占比的迅速提升，导致公司整体毛利率结构性降低。3) 主营业务分国内外看，内销毛利率下降 6.96pct 至 33.47%，出口毛利率逆势同比提升 2.44pct 至 12.58%。

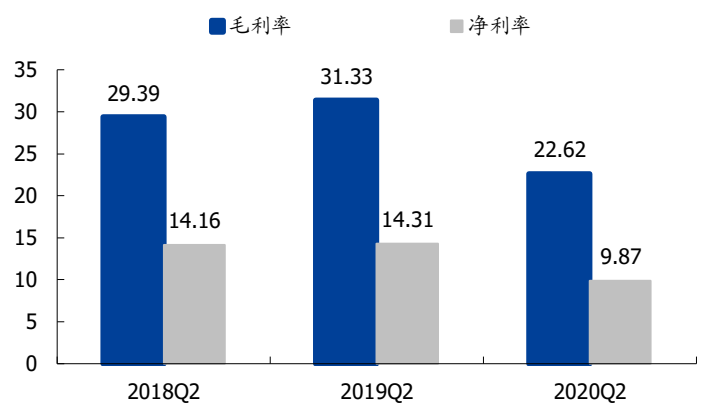
2020H1 公司销售费率/管理费/研发费率/财务费率分别为 7.44%/2.16%/3.51%/-1.67%，同比-3.15/+0.26/+0.44/-0.53pct，期间费用率整体为 11.61%，下降 2.97pct，净利率为 9.24%，同比下降 4.96pct。其中 Q2 毛利率为 22.62%，下降 8.71pct，净利率为 9.87%，同比下降 4.43pct，盈利能力小幅改善。

图表 8: 公司半年度毛利率及净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 公司二季度毛利率及净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司其他负债流动科目中的销售返利 674.52 亿元，与期初余额相比小幅增长 5.83%。公司二季度末预收款为 63.02 亿元，较去年同期增加 32 亿元，增幅较大。公司应收款项 350 亿元，较去年同期下降 35%。由于收入规模的下降，导致公司整体经营活动净现金流同比下降 127.45%。

新能效实施叠加渠道变革，助推公司升级

随着 7 月空调新能效的实施，低能效产品逐步淘汰，预计未来市场均价将整体提升。“格力董明珠店”在全国范围内推广新零售模式，与原有线下销售渠道实现平台共享。自 4 月份以来，公司先后与各大平台开展直播合作，积极倡导线下专卖店与线上联动，未来随着渠道改革逐步理顺，渠道效率提升，竞争力有望进一步提升，公司市场份额将逐步回升。

盈利预测与投资建议

我们维持公司 2020-2022 年归母净利润为 218.9 亿元、240.3 亿元、263.0 亿元的预测，

同比增速为-11.4%、9.8%和9.5%，疫情将短期导致公司盈利能力受影响，同时也有利于份额向龙头集中，长期看公司竞争壁垒依旧深厚，维持“买入”投资评级。

风险提示

价格战导致盈利受损，原材料价格波动。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com