

格力电器 (000651)

公司短期业绩承压，新零售模式推广可期

事件：公司 2020 年 H1 实现营业收入 706.02 亿元，同比-28.21%，归母净利润 63.62 亿元，同比-53.73%；其中 2020Q2 实现营业收入 496.93 亿元，同比-13.33%，归母净利润 48.04 亿元，同比-40.53%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元（含税），合计派发现金红利 59.7 亿元，现金分红率为 93.8%，股息率为 1.8%。

公司收入环比改善，新零售模式逐步推广

20Q2 公司实现收入 496.93 亿元，同比-13.33%，环比 Q1 改善明显。**分业务看**，公司主营业务空调 20H1 实现收入 413.33 亿元，同比-47.89%，整体收入下滑幅度好于空调业务。其他业务同比提升较快，20H1 实现收入 197.9 亿元，同比+41.73%，主要系大宗原材料集采销售等增长所致。**渠道方面**，受疫情影响线下流量减少，公司为适应市场变化，在全国范围内推广新零售模式，线上平台“董明珠的店”与线下销售渠道积极融合，后续期待看到公司在渠道效率上的提升以及渠道成本的降低，下半年有望迎头赶上。

综合毛利率下降明显，公司短期业绩承压

2020Q2 毛利率为 23.53%，同比-8.5pct，毛销率 14.79%，同比-6.35pct，净利率为 9.75%，同比-4.4pct。毛利率的大幅下降，一方面，考虑到促销等活动的影响，空调毛利率 20H1 同比-3.97pct，另一方面，毛利率较低的其他业务同比增速较快，以及毛利率较低的外销业务占比有所提升。**从费用率看**，公司 20Q2 季度销售、管理、研发、财务费用率分别同比-2.14、+0.06、+0.04、+0.53pct。其中销售费用下降较为明显，与公司业务结构有所变化有关，原材料集采销售及外销业务更偏向于 2B，销售费用相对较低。

账上现金充裕，经营周期拉长

从资产负债表看，公司 2020H1 期末现金+其他流动资产（结构性存款）为 1426.77 亿元，环比年初-3.92%，同比-1.89%；从周转情况看，公司 20H1 存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 82.07、24.68 和 136.76 天，同比+28.17、+7.41 和 +20.14 天，受疫情影响经营周期拉长。

投资建议：短期来看，疫情的发生使家电公司基本面遭受挑战，20 年的业绩增长受困，从侧面同样是在加速公司的转型，在直播模式上的成功有望进一步加速公司渠道变革。从长期角度来看，短期的波动实为龙头企业整合市场带来了契机。后续竣工数据好转，地产后周期行业景气度上行，建议积极关注。根据 20 年中报的业绩情况，我们预计 20-22 年净利润为 195.2、238.2、261.7 亿元（前值为 192.6、232.9、259.7 亿元），对应动态估值分别为 17.0、13.9、12.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；空调业务竞争加剧风险；中央空调业务不及预期等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	200,024.00	200,508.33	174,960.37	195,087.63	209,219.17
增长率(%)	33.33	0.24	(12.74)	11.50	7.24
EBITDA(百万元)	39,783.21	37,397.94	21,995.80	28,338.86	31,345.20
净利润(百万元)	26,202.79	24,696.64	19,516.12	23,824.49	26,168.66
增长率(%)	16.97	(5.75)	(20.98)	22.08	9.84
EPS(元/股)	4.36	4.11	3.24	3.96	4.35
市盈率(P/E)	12.64	13.41	16.97	13.90	12.65
市净率(P/B)	3.63	3.01	2.81	2.48	2.18
市销率(P/S)	1.66	1.65	1.89	1.70	1.58
EV/EBITDA	2.52	6.69	9.48	5.27	5.54

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	54.5 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,015.73
流通 A 股股本(百万股)	5,970.13
A 股总市值(百万元)	327,857.33
流通 A 股市值(百万元)	325,372.09
每股净资产(元)	18.89
资产负债率(%)	59.27
一年内最高/最低(元)	70.56/48.40

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

卢璐 联系人
llu@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《格力电器-公司点评:二季度收入好于预期，期待公司渠道改革加速》2020-07-15
- 《格力电器-公司点评:格力快手直播——拥抱新零售的第一场洗礼》2020-05-11
- 《格力电器-年报点评报告:公司整体业绩承压，年报分红低于预期》2020-05-01

事件

公司 2020 年 H1 实现营业收入 706.02 亿元，同比-28.21%，归母净利润 63.62 亿元，同比-53.73%；其中 2020Q2 实现营业收入 496.93 亿元，同比-13.33%，归母净利润 48.04 亿元，同比-40.53%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元（含税），合计派发现金红利 59.7 亿元，现金分红率为 93.8%，股息率为 1.8%。

公司收入环比改善，新零售模式逐步推广

20Q2 公司实现收入 496.93 亿元，同比-13.33%，环比 Q1 改善明显，且从收入绝对值的角度考虑，去年 Q2 单季度收入本身接近历史峰值，基数本身相对较高。**分业务看**，公司主营业务空调 20H1 实现收入 413.33 亿元，同比-47.89%，整体收入下滑幅度好于空调业务，在一定程度上受到其他业务带动。根据产业在线数据，格力空调 20H1 总销量同比-24.6%；其中，内销量同比-28.4%，出口销量同比-16.7%。公司空调业务收入的大幅下滑主要来自于疫情影响下的线下销售、安装活动受限带来的销量减少，同时由于终端需求下滑后行业内的大力度促销，包括公司采取直播促销等方式（直播带货模式下共实现约 178 亿元），产品均价上半年呈下降趋势。

参考年报中披露的日常关联交易部分，公司主要的销售公司山东盛世欣兴、河南盛世欣兴、浙江盛世欣兴 20 年销售商品收入分别为 7.2、8.6、12.1 亿元，同比-77.7%、-83.1%、-35.1%，一方面，侧面反映线下经销 20H1 所受影响较大，另一方面，需考虑新零售模式的推广，经销商下单或向线上平台“董明珠的店”转移，公司与销售公司之间交易减少所致。

另外，公司业务拆分中的“其他业务”同比提升较快，20H1 实现收入 197.9 亿元，同比+41.73%，主要系大宗原材料集采销售等增长所致，即公司通过对大宗原材料实行集中采购获取成本优势，再销售给上游配套供应商，整合供应链资源的同时保证产品品质。

渠道方面，受疫情影响线下流量减少，公司为适应市场变化，在全国范围内推广新零售模式，线上平台“董明珠的店”与线下销售渠道积极融合，后续期待看到公司在渠道效率上的提升以及渠道成本的降低，下半年有望迎头赶上。

综合毛利率下降明显，公司短期业绩承压

2020 年 H1 公司毛利率为 22.34%，同比-9.41pct，毛销率 14.9%，同比-6.27pct，净利率为 9.1%，同比-4.95pct；其中 2020Q2 毛利率为 23.53%，同比-8.5pct，毛销率 14.79%，同比-6.35pct，净利率为 9.75%，同比-4.4pct。毛利率的大幅下降，一方面，考虑到促销等活动的影响，空调毛利率 20H1 同比-3.97pct，另一方面，毛利率较低（2.63%）的其他业务（大宗原材料集采销售）同比增速较快，占整体收入的 28.47%，以及毛利率较低（12.58%）的外销业务占比有所提升。

从费用率看，公司 2020 年 H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.44%、2.16%、3.51%、-1.67%，同比-3.15、+0.26、+0.44、-0.54pct；其中 20Q2 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 8.74%、1.775、3.16%、-1.37%，同比-2.14、+0.06、+0.04、+0.53pct。其中销售费用下降较为明显，与公司业务结构有所变化有关，原材料集采销售及外销业务更偏向于 2B，销售费用相对较低。

账上现金充裕，经营周期拉长

从资产负债表看，公司 2020H1 期末现金+其他流动资产（结构性存款）为 1426.77 亿元，环比年初-3.92%，同比-1.89%，存货为 259.1 亿元，环比年初+7.58%，同比+28.39%；应收款项融资（应收票据）和应收账款合计为 350.43 亿元，环比年初-4.62%，同比-35.12%。

20H1 其他流动负债 674.52 亿元，其中销售返利 612.40 亿元，环比年初下降 5.12 亿元。递延所得税资产 125.32 亿元，环比年初变化不大，经营质量稳健。从周转情况看，公司 20H1 存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 82.07、24.68 和 136.76 天，同比+28.17、+7.41 和+20.14 天，受疫情影响经营周期拉长。

从现金流量表看，公司 2020 年 H1 经营活动产生的现金流量净额为-45.18 亿元，同比-127.45%，其中销售商品及提供劳务现金流入 557.09，同比-35.28%。2020Q2 经营活动产生的现金流量净额为 72.55 亿元，同比-16.83%，其中销售商品及提供劳务现金流入 297.14 亿元，同比-30.29%，疫情导致短期现金流恶化，20Q2 现金流净额已转正，环比改善明显。

投资建议

短期来看，疫情的发生使家电公司基本面遭受挑战，20 年的业绩增长受困，从侧面同样是在加速公司的转型，在直播模式上的成功有望进一步加速公司渠道变革。从长期角度来看，短期的波动实为龙头企业整合市场带来了契机。后续竣工数据好转，地产后周期行业景气度上行，建议积极关注。根据 20 年中报的业绩情况，我们预计 20-22 年净利润为 195.2、238.2、261.7 亿元（前值为 192.6、232.9、259.7 亿元），对应动态估值分别为 17.0、13.9、12.7 倍，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	113,079.03	125,400.72	108,195.35	165,275.26	139,187.88
应收票据及应收账款	43,611.23	8,513.33	40,086.77	10,599.26	43,758.31
预付账款	2,161.88	2,395.61	3,248.36	2,112.05	3,450.40
存货	20,011.52	24,084.85	11,942.39	26,727.52	13,822.72
其他	20,847.30	52,524.13	30,694.67	33,044.38	40,755.41
流动资产合计	199,710.95	212,918.64	194,167.54	237,758.48	240,974.72
长期股权投资	2,250.73	7,064.19	7,064.19	7,064.19	7,064.19
固定资产	18,385.76	19,121.93	19,848.60	20,140.41	20,143.56
在建工程	1,663.94	2,431.05	1,494.63	944.78	596.87
无形资产	5,204.50	5,305.54	5,711.06	6,218.03	6,431.89
其他	14,946.94	21,261.62	15,651.88	16,655.23	17,891.90
非流动资产合计	42,451.88	55,184.33	49,770.36	51,022.64	52,128.40
资产总计	251,234.16	282,972.16	254,142.55	300,162.84	305,254.97
短期借款	22,067.75	15,944.18	10,000.00	10,000.00	10,000.00
应付票据及应付账款	49,822.80	66,942.02	34,244.64	69,278.52	44,983.38
其他	85,795.58	86,682.10	89,083.90	84,209.25	95,013.76
流动负债合计	157,686.13	169,568.30	133,328.54	163,487.77	149,997.14
长期借款	0.00	46.89	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	833.32	1,309.31	928.35	1,023.66	1,087.11
非流动负债合计	833.32	1,356.20	928.35	1,023.66	1,087.11
负债合计	158,519.45	170,924.50	134,256.89	164,511.43	151,084.25
少数股东权益	1,387.62	1,894.08	2,004.06	2,145.47	2,299.92
股本	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73
资本公积	93.38	93.38	93.38	93.38	93.38
留存收益	85,532.75	97,387.69	111,865.87	127,490.21	145,855.08
其他	(314.77)	6,656.77	(93.38)	(93.38)	(93.38)
股东权益合计	92,714.71	112,047.66	119,885.66	135,651.41	154,170.72
负债和股东权益总计	251,234.16	282,972.16	254,142.55	300,162.84	305,254.97

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	26,379.03	24,827.24	19,516.12	23,824.49	26,168.66
折旧摊销	3,110.33	3,194.42	1,250.48	1,350.97	1,428.68
财务费用	(1,112.66)	(4,096.87)	(1,201.63)	(975.44)	(836.88)
投资损失	(106.77)	226.63	(103.97)	4.84	42.45
营运资金变动	(9,785.91)	(26,025.97)	(23,599.71)	42,844.99	(43,971.14)
其它	8,456.77	29,768.25	16.59	202.35	220.35
经营活动现金流	26,940.79	27,893.71	(4,122.11)	67,252.20	(16,947.88)
资本支出	8,257.50	9,408.80	1,927.22	1,604.58	1,334.34
长期投资	2,140.34	4,813.45	100.00	100.00	100.00
其他	(32,243.60)	(25,497.30)	1,472.83	(4,649.76)	(3,603.41)
投资活动现金流	(21,845.77)	(11,275.05)	3,500.05	(2,945.18)	(2,169.07)
债权融资	22,067.75	15,991.06	10,000.00	10,000.00	10,000.00
股权融资	568.40	9,485.91	(5,460.79)	1,063.17	924.61
其他	(20,122.30)	(44,698.95)	(31,122.52)	(18,290.28)	(17,895.04)
筹资活动现金流	2,513.85	(19,221.98)	(26,583.31)	(7,227.11)	(6,970.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	7,608.87	(2,603.31)	(27,205.37)	57,079.91	(26,087.37)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	200,024.00	200,508.33	174,960.37	195,087.63	209,219.17
营业成本	138,234.17	143,499.37	130,380.49	136,765.32	146,069.92
营业税金及附加	1,741.89	1,542.98	695.47	1,560.70	1,673.75
营业费用	18,899.58	18,309.81	14,228.99	17,948.06	18,829.73
管理费用	4,365.85	3,795.65	3,492.89	4,682.10	5,021.26
研发费用	3,617.60	5,891.22	5,316.50	6,828.07	7,322.67
财务费用	(948.20)	(2,426.64)	(1,201.63)	(975.44)	(836.88)
资产减值损失	261.67	(842.89)	105.51	369.19	405.26
公允价值变动收益	46.26	228.26	(99.17)	58.54	62.39
投资净收益	106.77	(226.63)	103.97	(4.84)	(42.45)
其他	2,701.52	1,132.10	(774.75)	(508.94)	(442.25)
营业利润	30,996.88	29,605.11	22,712.11	28,364.85	31,155.76
营业外收入	317.86	345.71	526.81	0.00	0.00
营业外支出	41.23	598.11	14.82	0.00	0.00
利润总额	31,273.51	29,352.71	23,224.10	28,364.85	31,155.76
所得税	4,894.48	4,525.46	3,592.22	4,396.55	4,829.14
净利润	26,379.03	24,827.24	19,631.88	23,968.30	26,326.62
少数股东损益	176.24	130.60	115.76	143.81	157.96
归属于母公司净利润	26,202.79	24,696.64	19,516.12	23,824.49	26,168.66
每股收益(元)	4.36	4.11	3.24	3.96	4.35

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	33.33%	0.24%	-12.74%	11.50%	7.24%
营业利润	18.64%	-4.49%	-23.28%	24.89%	9.84%
归属于母公司净利润	16.97%	-5.75%	-20.98%	22.08%	9.84%
获利能力					
毛利率	30.89%	28.43%	25.48%	29.90%	30.18%
净利率	13.10%	12.32%	11.15%	12.21%	12.51%
ROE	28.69%	22.42%	16.56%	17.85%	17.23%
ROIC	-70.51%	-98.77%	-53.30%	-492.65%	-53.06%
偿债能力					
资产负债率	63.10%	60.40%	52.83%	54.81%	49.49%
净负债率	-98.16%	-97.65%	-81.91%	-114.47%	-83.80%
流动比率	1.27	1.26	1.46	1.46	1.61
速动比率	1.14	1.12	1.37	1.29	1.52
营运能力					
应收账款周转率	4.90	7.69	7.20	7.70	7.70
存货周转率	10.94	9.09	9.71	10.09	10.32
总资产周转率	0.86	0.75	0.65	0.70	0.69
每股指标(元)					
每股收益	4.36	4.11	3.24	3.96	4.35
每股经营现金流	4.48	4.64	-0.69	11.18	-2.82
每股净资产	15.18	18.31	19.60	22.19	25.25
估值比率					
市盈率	12.64	13.41	16.97	13.90	12.65
市净率	3.63	3.01	2.81	2.48	2.18
EV/EBITDA	2.52	6.69	9.48	5.27	5.54
EV/EBIT	2.73	7.32	10.05	5.53	5.80

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com