

公司深度

格力电器 (000651)

家用电器 | 白色家电

股权转让落地, 开启发展新篇章

2019年12月05日

评级 **谨慎推荐**

评级变动 维持

合理区间 **60.71-70.05 元**

交易数据

当前价格 (元)	62.58
52周价格区间 (元)	35.35-65.40
总市值 (百万)	376464.44
流通市值 (百万)	373597.54
总股本 (万股)	601573.09
流通股 (万股)	596991.92

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
格力电器	-2.9	4.56	72.0
白色家电	-4.99	4.02	39.56

黄红卫

执业证书编号: S0530519010001
huanghw@cfzq.com

彭敏

pengmin2@cfzq.com

分析师

0731-89955704

研究助理

相关报告

- 1 《格力电器: 格力电器 (000651.SZ) 2019 年中报点评: 营收略超预期, 静待混改落地》 2019-09-03
- 2 《格力电器: 受益行业景气, 空调销量大增助力公司业绩增长》 2018-09-04
- 3 《格力电器: 格力电器中报点评: 2017H1 营收增速 40%, 空调业务稳定增长》 2017-09-01

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (亿元)	1500.20	2000.24	2102.25	2252.98	2477.38
净利润 (亿元)	224.02	262.03	281.10	313.02	344.31
每股收益 (元)	3.72	4.36	4.67	5.20	5.72
每股净资产 (元)	10.90	15.18	18.26	22.26	26.22
P/E	16.33	13.96	13.01	11.68	10.62
P/B	5.58	4.00	3.33	2.73	2.32

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

- 股权转让落地, 未来发展可期。**2019 年 12 月 2 日, 公司发布《关于公司控股股东签署<股份转让协议>暨公司控制权拟发生变更的提示性公告》等系列公告, 珠海明骏以 46.17 元/股的价格受让格力集团持有的公司 15% 的股份, 合计转让价格为 416.62 亿元。格力引入新的战略投资者, 未来发展可期。
- 高瓴资本入主, 治理结构改善。**珠海明骏基金管理人为珠海高瓴股权投资管理有限公司, 背后即高瓴资本。根据公司公告披露, 珠海明骏等同意在完成股权交割后, 将推进给予管理层实体认可的管理层和骨干员工总额不超过 4% 的上市公司股份的股权激励计划。另外, 珠海明骏表示, 承诺在上市公司涉及分红的股东大会中积极行使股东投票权或促使其提名的董事在董事会上行使投票权, 以尽力促使上市公司每年净利润分红比例不低于 50%。随着高瓴资本的入主, 格力将不断进行渠道的布局和完善, 高瓴有能力引入资源帮助格力电器进行改革, 在完善格力现有商业模式的同时, 弥补网络渠道的短板。
- 坚定发展空调主业, 多元化进程加速。**公司坚持自主创新, 注重研发投入, 格力空调的产品质量和口碑获得了市场的认可, 空调市占率第一。在坚定发展空调主业的同时, 公司积极进行多元化布局, 建立洛阳、成都、长沙生产基地, 不断开拓生活电器市场。
- 盈利预测与投资评级:**股权转让事件的落地让公司工作重心重回业务, 短期公司将面临空调行业需求下滑、竞争加剧的风险, 长期来看, 高瓴入主格力或将加速推进变革, 格力有望开启新的发展篇章。调整公司盈利预测, 预计公司 2019-2021 年实现营业收入 2102.25 亿元、2252.98 亿元、2477.38 亿元, 实现归母净利润 281.10 亿元、313.02 亿元、344.31 亿元, 2019-2021 年 EPS 为 4.67 元、5.20 元、5.72 元, 对应 PE 为 13.01x、11.68x、10.62x。综合考虑, 给予公司 2020 年 13-15 倍 PE 估值, 对应合理区间为 60.71-70.05 元, 看好公司长期发展潜力, 但当前股价已进入合理区间, 维持“谨慎推荐”评级。
- 风险提示:**地产竣工不及预期, 房地产持续低迷; 空调行业景气度不达预期, 公司销量下滑; 行业竞争加剧。

内容目录

1 公司概况	4
1.1 发展速度稳定，产业链布局齐全	4
1.2 股权转让落地，高瓴入主格力	5
1.3 四大业务多方位布局，空调主业发展方向不变	6
1.4 营收保持稳定增长，净利率位于行业领先水平	7
2 空调龙头地位稳固，行业发展空间尤在	8
2.1 注重研发投入，成为空调行业第一龙头	8
2.2 全产业链覆盖，成本优势明显	9
2.3 宏观环境改善，盈利水平有望提升	10
2.4 空调保有量仍有提升空间，对行业龙头更有利	11
3 多元化战略布局，向下一个五年目标奋进	12
3.1 建立冰洗生产基地，试图抢占冰洗市场	12
3.2 小家电品类齐全，营收增速加快	13
4 中央空调未来市场广阔，提前布局业绩增长可期	14
5 高瓴入主格力，加快渠道改革	15
5.1 深度绑定经销商利益，保障线下渠道优势	15
5.2 成立电子商务公司，加快线上渠道布局	16
6 盈利预测及投资评级	16
7 风险提示	17

图表目录

图 1: 格力发展历程	4
图 2: 格力股权结构 (2019 年股权转让前)	5
图 3: 珠海明骏的 LP/GP 关系结构图	5
图 4: 格力股权结构 (股改之后)	6
图 5: 公司营业收入分产品 (2019 年中报)	6
图 6: 公司营业收入分地区 (2019 年中报)	6
图 7: 营业总收入及同比增速	8
图 8: 归母净利润及同比增速	8
图 9: 格力销售毛利率领先行业水平	8
图 10: 格力销售净利率领先行业其他公司	8
图 11: 格力空调市占率高居市场第一	9
图 12: 2018 年格力研发支出及占比	9
图 13: 2018 年格力研发人数及占比	9
图 14: 格力电器上下游产业的覆盖	10
图 15: 格力应付账款周期高于行业水平	10
图 16: 格力应收账款周期低于行业水平	10
图 17: 中日人均 GDP 差距较大	11
图 18: 中国城镇化率远低于日本的水平	11
图 19: 2017 年各省份城市每百户空调保有量情况	12
图 20: 2016 年各省份农村每百户空调保有量情况	12

图 21: 格力电器三大冰洗基地.....	13
图 22: 格力小家电连续三年增长较快	14
图 23: 中国中央空调销售量及同比增速.....	14
图 24: 2018 年中国中央空调市场主要品牌占有率分布.....	15
表 1: 格力经销商管理模式的发展过程.....	15

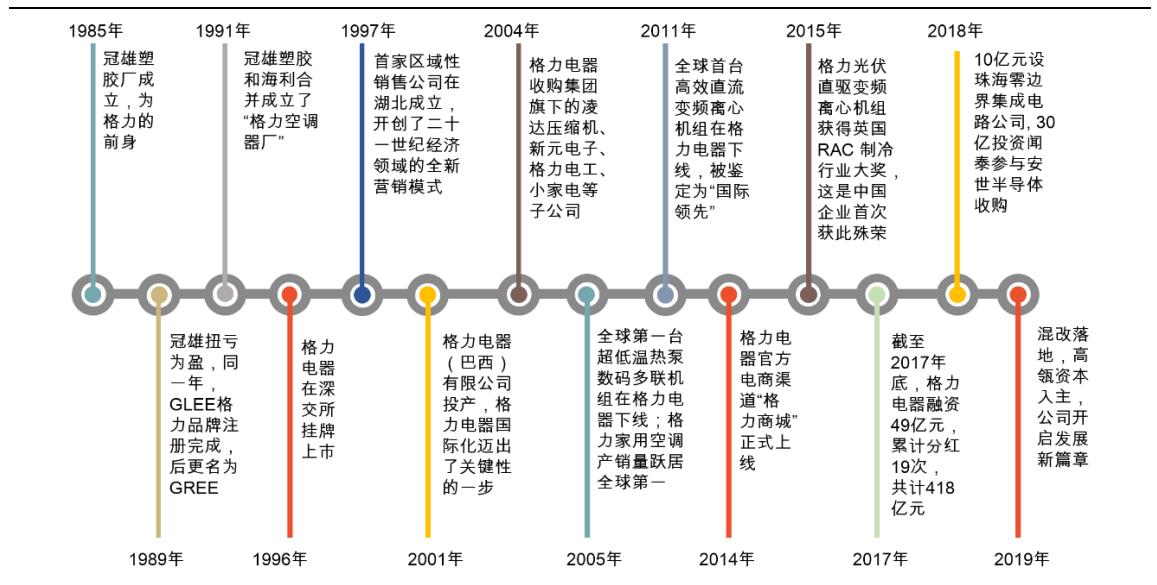
1 公司概况

1.1 发展速度稳定，产业链布局齐全

格力电器前身为冠雄塑胶厂，成立于1985年，1991年冠雄塑胶厂和海利空调器厂合并成立了格力空调。格力电器是一家多元化的全球型工业集团，旗下拥有格力、TOSOT、凌达、凯邦、新元等品牌，主营家用空调、中央空调、空气能热水器、生活电器、智能装备、精密模具、工业制品、精密铸件、手机等产品。公司已建成5个家电再生资源基地，覆盖了从家电上游零部件生产到下游废旧家电回收的全产业链。

格力拥有从家电上游零部件生产到下游废旧家电回收的全产业链，上游零部件主要为压缩机和电机，拥有凌达压缩机、格力电工和凯邦电机。格力在全球建有11个空调生产基地，分别位于珠海、重庆、合肥、石家庄、郑州、武汉、芜湖、杭州、巴西、南京及洛阳，5个再生资源基地：郑州、石家庄、湖南、天津、芜湖，通过对废旧电子电器产品的回收拆解，让原料再生，建设多层次闭路循环、无废物、无污染的生态工业，从而实现家电产业链的生态循环，做到经济效益和社会效益环境效益的高度统一。

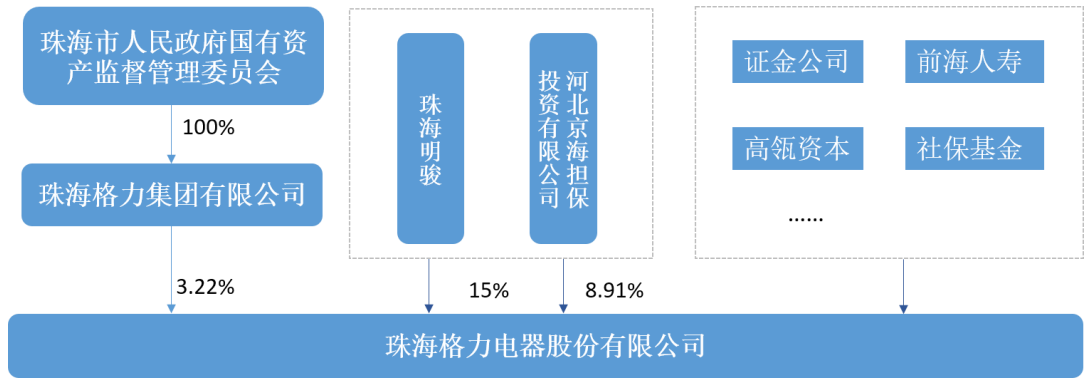
图 1：格力发展历程



资料来源：公司公告，财富证券

在2019年股权转让之前，格力的实际控制人为珠海市国有资产监督管理委员会，第二大股东为河北京海担保投资有限公司，由格力的核心经销商共同控股，共持有格力8.91%的股份。引入经销商持股在资本层面实现了格力与经销商之间的利益绑定，有效地遏制了经销商窜货以及恶性价格竞争损害品牌形象等问题。

图 4：格力股权结构（股改之后）



资料来源：公司公告，财富证券

此次混改经历 7 个月后尘埃落定，高瓴资本承诺在受让股份后，该等股份锁定期不低于 36 个月，即在 3 年内，高瓴资本不会减持此次受让的 15% 股权。

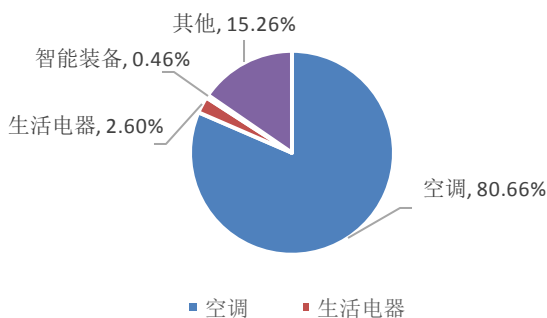
珠海明骏表示，根据相关银行已提供的贷款承诺函，为保护债权人利益，承诺在上市公司涉及分红的股东大会中积极行使股东投票权或促使其提名的董事在董事会上行使投票权，以尽力促使上市公司每年净利润分红比例不低于 50%。保底分红率的确定，一方面消除市场对公司 2017 年末分红的负面影响，另一方面也是公司治理改善的信号之一。

珠海明骏等同意在完成股权交割后，将推进给予管理层实体认可的管理层和骨干员工总额不超过 4% 的上市公司股份的股权激励计划。未来通过股权激励有望实现管理层共同分享公司的成长红利，充分激发管理层业绩释放动力。

1.3 四大业务多方位布局，空调主业发展方向不变

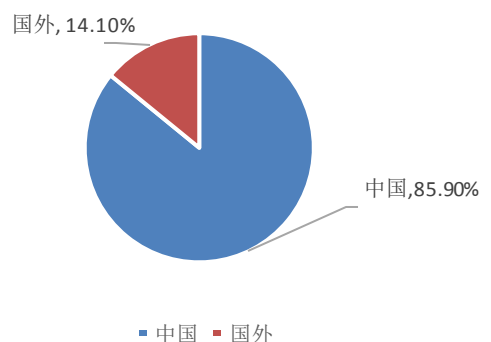
格力专注于空调领域，2019 年上半年，空调收入占比 80.66%，家用生活电器收入占比 2.60%，智能装备收入占比 0.46%，其它业务收入占比 15.26%。分地区来看，内销收入占比 85.90%，外销收入占比 14.10%，受国际形势不稳定因素的影响，外销同比下滑 0.84 个百分点。

图 5：公司营业收入分产品（2019 年中报）



资料来源：公司年报，财富证券

图 6：公司营业收入分地区（2019 年中报）



资料来源：公司年报，财富证券

➤ 空调业务

格力一直专注研发、生产、销售空调产品，空调业务是收入的主要来源，凭借领先的核心技术、稳定的产品质量和完善齐全的产品品类，格力空调产品和品牌获得了市场的高度认可。格力家用空调产销量已连续 23 年领跑国内市场，连续 13 年领跑全球市场，截至 2017 年，家用空调全球市场占有率 21.90%。2012 年至今商用空调市场占有率居国内市场第一。

➤ 生活电器业务

格力生活电器业务品类齐全，囊括洗衣机、冰箱、小家电等。洗衣机业务是格力向 6000 亿元营收发起进军的重要布局，2019 年格力分别在成都、洛阳、长沙投资建立生产基地，希望能在冰洗场分一杯羹。2018 年格力全资收购了合肥晶弘电器有限公司，这一交易的完成，标志着格力电器的业务中新增了“晶弘冰箱”一项。小家电以大松生活电器—TOSOT 为主，覆盖了净水机、干衣机、电饭煲、厨房三件套等品类的小家电。

➤ 智能装备业务

智能装备领域主要业务涵盖了工业机器人、数控机床、工厂自动化、热交换器设备、钣金注塑设备、智能物流仓储设备、智能环保设备、智能检测设备、精密传动部件、工业信息化等十大板块。在工业机器人方面，公司已研制出水平多关节（SCARA）机器人、六自由度关节机器人、四轴码垛机器人、公共服务机器人等不同种类产品，负载级别覆盖 1~180KG，广泛应用于家电、家具、电子等领域，主要客户覆盖家电、3C、食品、厨卫、化妆品等行业。同时，工业机器人在公司生产效率提升和成本控制方面也发挥了重要作用，已累计为格力电器自动化减员约 1200 人。

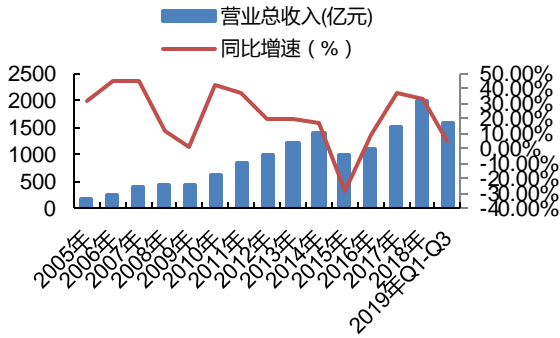
➤ 其他业务

格力的其他业务主要指压缩机、电机、电容、漆包线、模具等。格力的其他业务收入主要是格力为自己的供应商集体采购原材料，并将其转售给供应商，供应商将格力供应的原材料，加工成零配件销售给格力。

1.4 营收保持稳定增长，净利率位于行业领先水平

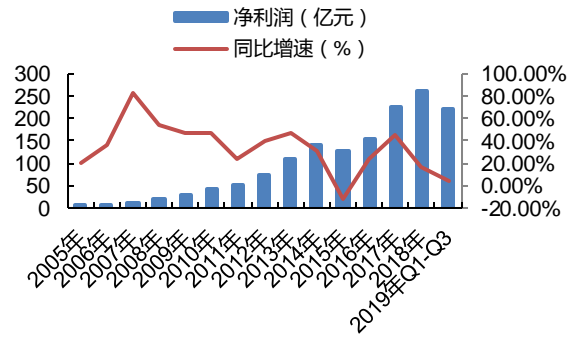
格力的营收保持较稳定的增长，2019 年前三季度实现营收 1566.76 亿元，同比增长 4.42%，归母净利润 221.17 亿元，同比增长 4.73%。受国家家电下乡政策刺激，2009 年至 2014 年期间，公司营业总收入和净利润呈高速发展的趋势，2015 年受消费市场不景气以及行业结构调整等因素的影响，收入及盈利能力有所下降，2016 年企稳，2017 年及 2018 年发展较快，格力 2018 年实现营业总收入 2000.24 亿元，实现归母净利润 262.03 亿元，同比增长 16.97%，自此格力加入了营收两千亿元的行列。

图 7：营业总收入及同比增速



资料来源：公司公告，财富证券

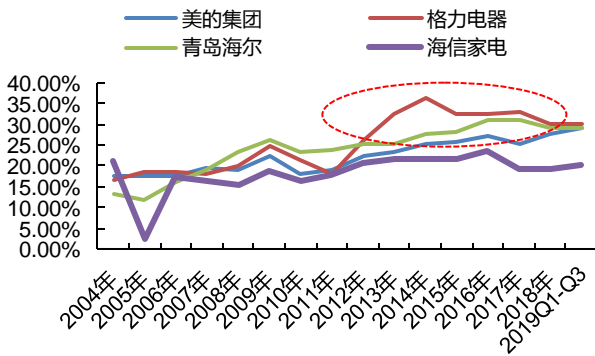
图 8：归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，财富证券

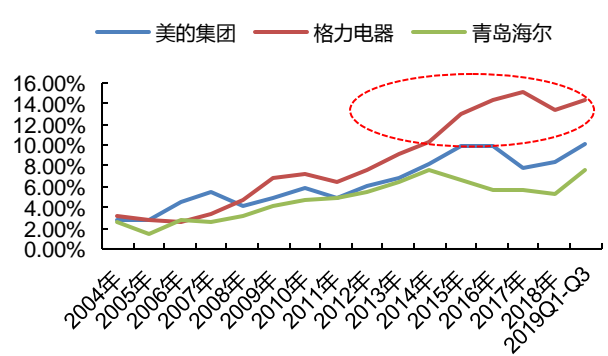
格力拥有领先于行业水平的销售毛利率及净利率。公司自 2012 年以来，销售毛利率维持在 30% 以上，净利率在 9% 以上，2019 年前三季度毛利率、净利率分别为 30.16%、14.33%。

图 9：格力销售毛利率领先行业水平



资料来源：wind，财富证券

图 10：格力销售净利率领先行业其他公司



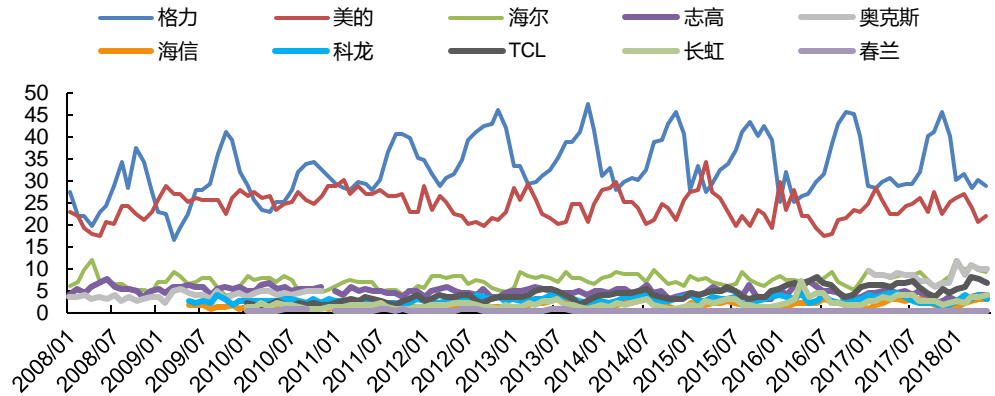
资料来源：wind，财富证券

2 空调龙头地位稳固，行业发展空间尤在

2.1 注重研发投入，成为空调行业第一龙头

公司坚持科技自主创新战略，目前拥有国家重点实验室、国家节能环保制冷设备工程技术研究中心，拥有国家级工业设计中心、国家认定企业技术中心、国家通报咨询中心研究评议基地、机器人工程技术研发中心各 1 个。拥有 12 个研究院、74 个研究所、929 个先进实验室，研发方向涵盖制冷、机电、通信、物联网、智能装备等领域，共研发出 24 项“国际领先”级技术。在 2018 年上半年我国发明专利授权量排名前十位的国内企业中，格力电器以 787 件的专利授权量位居第七位，是唯一进入前十名的家电企业。格力的产品质量和口碑获得了市场的认可，空调市占率高居市场第一。

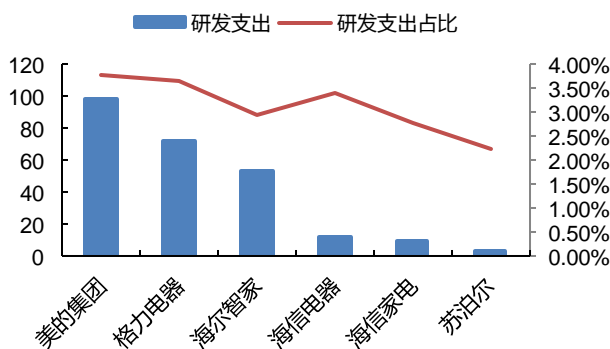
图 11：格力空调市占率高居市场第一



资料来源：产业在线，财富证券

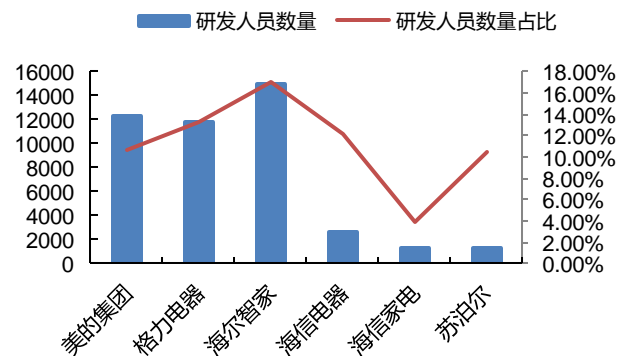
格力 2018 年研发总支出 72.68 亿元，占总营收 3.67%，仅次于美的集团，研发总人数共 11808 人，占总人数 13.30%。格力专注生产空调，美的集团及青岛海尔则实现多元化道路，有多个业务条线，相比较而言，格力在空调核心技术方面更具有优势。

图 12：2018 年格力研发支出及占比



资料来源：公司公告，财富证券

图 13：2018 年格力研发人数及占比

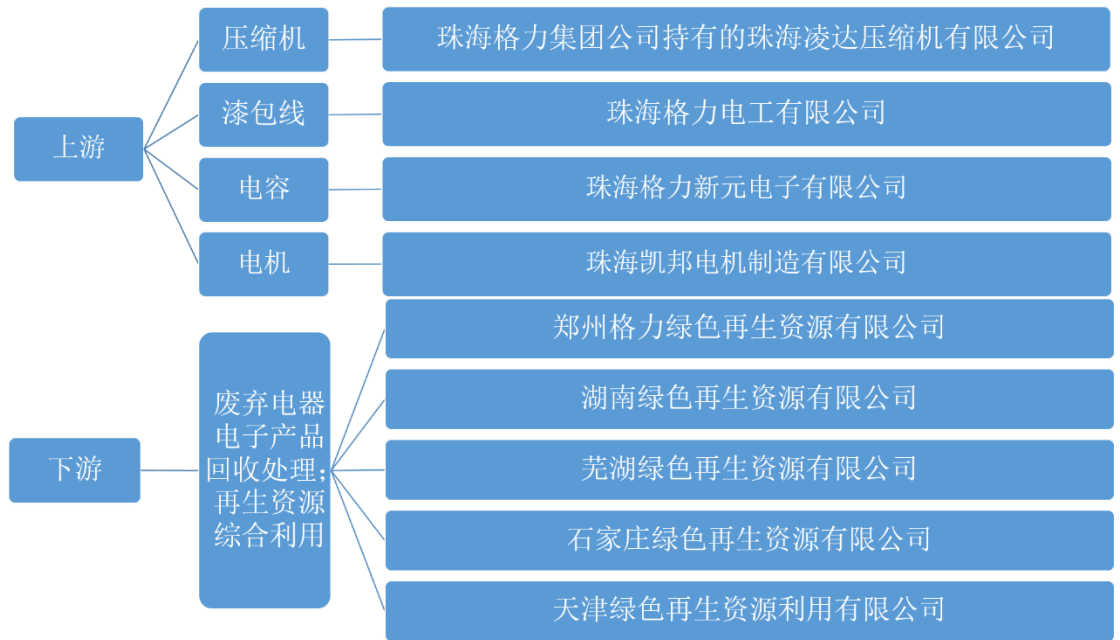


资料来源：公司公告，财富证券

2.2 全产业链覆盖，成本优势明显

在 2004 年前，国内的空调厂商基本都靠对外采购压缩机，压缩机品牌主要包括日本的大金、松下、日立等。随着格力空调产能的进一步扩张以及战略发展的需要，格力在 2004 年开始通过收购的方式布局上游压缩机、电机、电容、漆包线等业务，先后收购了珠海凌达压缩机有限公司、珠海凯邦电机制造有限公司、珠海格力新元电子有限公司、珠海格力电工有限公司，逐渐实现了上游关键零部件的自主生产和供应。2010 年至 2013 年在郑州、湖南、芜湖、石家庄及天津建立了绿色再生资源基地，形成了全产业链的覆盖。

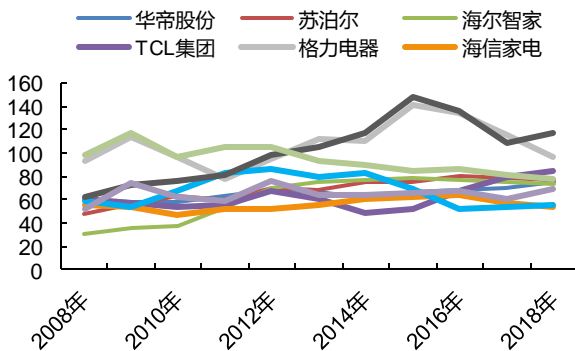
图 14：格力电器上下游产业的覆盖



资料来源：公司年报，财富证券

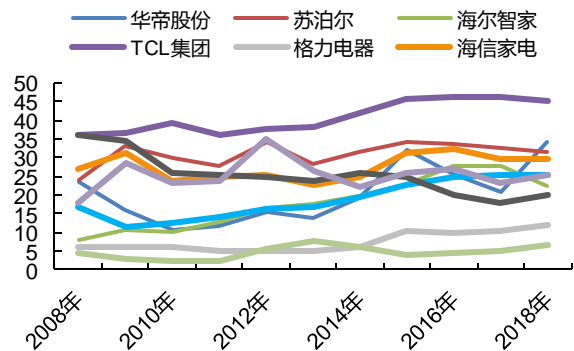
格力电器对原材料实行集中采购，并将采购回来的原材料转售给上游供应商，供应商将这些企业供应的原材料加工成零配件销售回公司，这是我国家电企业在漫长的竞争过程中摸索出来的模式，这种模式既能保证质量，又能充分发挥公司的规模优势，提高采购议价能力。2018 年格力应付账款周转天数为 95.76 天，显著高于行业水平，而应收账款周转天数为 12.28 天，低于行业水平。

图 15：格力应付账款周期高于行业水平



资料来源：公司年报，财富证券

图 16：格力应收账款周期低于行业水平



资料来源：公司年报，财富证券

2.3 宏观环境改善，盈利水平有望提升

2019 年初，十部委联合出台《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》，方案共包括六大类 24 条内容，共有四条内容涉及家用电器，主要侧重点有：支持绿色、智能家电销售；促进家电产品更新换代；通过开展消费扶贫带动贫困地区产品销售以及构建家电产品安全使用意识。在实施方面，将采用财政补贴等方式推广高效节能智能产品。该方案的出台，一定程度促进空调需求的增长，主

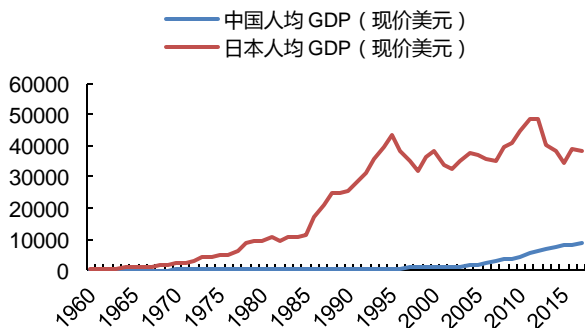
要体现在两方面，一方面是 2009 年开始的第一轮家电下乡政策时购买的空调已达到了更新的年限，另一方面是产品的更新换代，本轮家电消费新政主要以绿色、智能为主，根据产业在线监测的数据，2017 年 3 级定速空调和变频空调占到总内销出货规模的 74%，该部分产品将根据规定逐渐被淘汰，因此存在巨大的更新空间。

2019 年 3 月，在十三届全国人大二次会议中，李克强总理作 2019 年政府工作报告表示，将会对增值税进行改革，下调制造业等行业税率，由现行的 16% 将至 13%。这一消息对家电行业来说是一重大利好，理论上来看，增值税为对消费者征收的价外税，此次减税会对消费者收取的增值税减少，使消费者能用更低的价格购买商品，从而达到刺激消费需求的效果，提振家电企业的利润。

2.4 空调保有量仍有提升空间，对行业龙头更有利

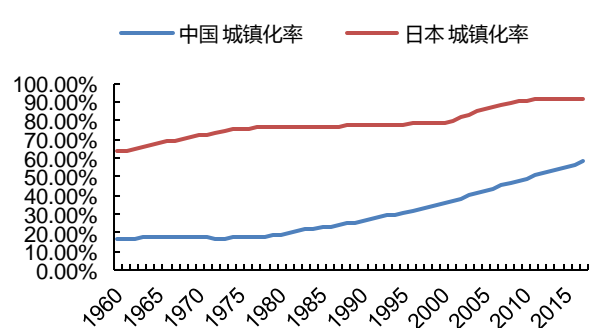
日本的家电技术发展较为成熟，并且与中国具有较为相同的气候特征（日本与中国空调消费的主要省份一样，都处于亚热带季风气候和温带季风气候区），因此对标日本探讨我国空调行业的保有量空间具有一定的合理性。从人均 GDP 的角度来看，2017 年我国人均 GDP 的水平位于日本上世纪 70 年代末的水平，城镇化发展水平方面，2017 年日本城镇化率为 91.53%，我国城镇化率为 57.96%，接近日本 1960 年左右的水平。日本空调户均保有量 2016 年已达到 2.8，中国户均保有量为 1.2，可以看到中日之间有一定的差距，随着经济的发展、城镇化进程的加快，中国空调保有量存在一定的提升空间。

图 17：中日人均 GDP 差距较大



资料来源：世界银行，财富证券

图 18：中国城镇化率远低于日本的水平



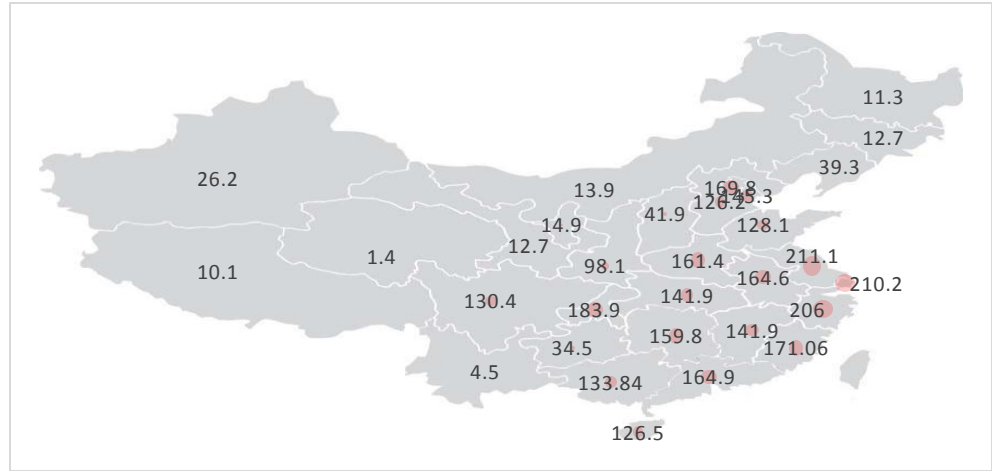
资料来源：世界银行，财富证券

我国空调保有量城市和农村之间、区域与区域之间存在较大的差距。2017 年我国城镇居民每百户空调保有量为 128.6 台/百户，农村居民每百户空调保有量为 52.6 台/百户，空调保有量最高的是江苏省，为 211.1 台/百户，其次是上海及浙江，分别为 210.2 台/百户、206 台/百户，保有量位于后三位的是西藏、云南和青海，分别为 10.1 台/百户、4.5 台/百户、1.4 台/百户。农村地区保有量位于前三位的是北京、上海和江苏，分别为 135.4 台/每百户、128.6 台/每百户、125.1 台/每百户，位于后三位的是西藏、黑龙江和云南。城市与农村之间的差距较大，我们认为主要原因有：一是经济发展的差距，二是基础设施配套的差距，如电力、交通等，三是住房结构的差距。

东北及西北地区的城市和农村空调保有量相比之下都处于较低的水平，主要原因是

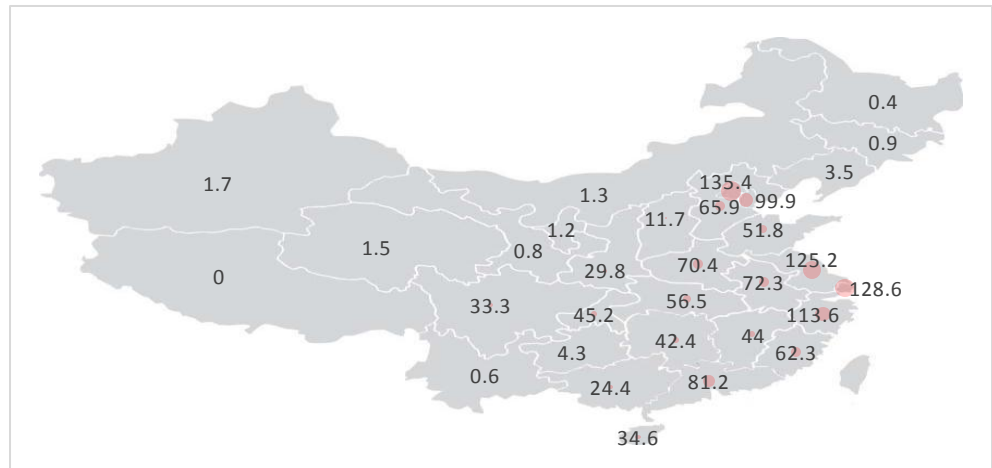
气候及冬季取暖方式的不同。我们认为随着国家清洁能源行动的不断推进，这两地区的空调保有量有望进一步提升。

图 19：2017 年各省份城市每百户空调保有量情况



资料来源：国家统计局，产业在线，财富证券

图 20：2016 年各省份农村每百户空调保有量情况



资料来源：国家统计局，产业在线，财富证券

3 多元化战略布局，向下一个五年目标奋进

3.1 建立冰洗生产基地，试图抢占冰洗市场

2019年1月24日，格力投资50亿元的成都产业园动工，这将是格力首个洗衣机生产基地。根据战略规划，该基地将主要生产格力“净静”洗干一体机，热泵洗干一体机等产品。该产业园位于成都市新津县，占地面积1100亩，项目总投资约50亿元，格力成都产业园一期占地600亩，主要用于生产格力的洗衣机等智能家电，是格力电器整体战略布局的重要一步。

2019年3月11日，在河南洛阳举行了自主创新智能制造产业基地暨格力洗衣机、晶

弘冰箱生产基地项目开工仪式，格力另一个洗衣机基地步入公众视野。洛阳格力洗衣机、晶弘冰箱生产基地项目总投资约 50 亿元人民币，总占地面积约 1043 亩，主要用于格力洗衣机、干衣机、晶弘冰箱及配套产品的生产，项目全面建成投产后，年产值逾 100 亿元。

2019 年 9 月，格力电器投资打造长沙冰洗、洗衣机基地，该项目为 2019 年格力电器在国内布局的第三个冰洗基地，项目总投资 50 亿元，用地 961 亩，年产洗衣机 200 万台，冰箱 250 万台，年销售额预计约 100 亿元。

当前国内洗衣机市场竞争格局较稳定，国产品牌海尔、美的、小天鹅及外资品牌西门子、惠而浦市场占有率较高，格力选择在这个时候进入洗衣机市场，面临着一定的压力，但格力凭借其雄厚的资金实力及品牌的效应，仍能有所作为。

图 21：格力电器三大冰洗基地



资料来源：公开资料整理，财富证券

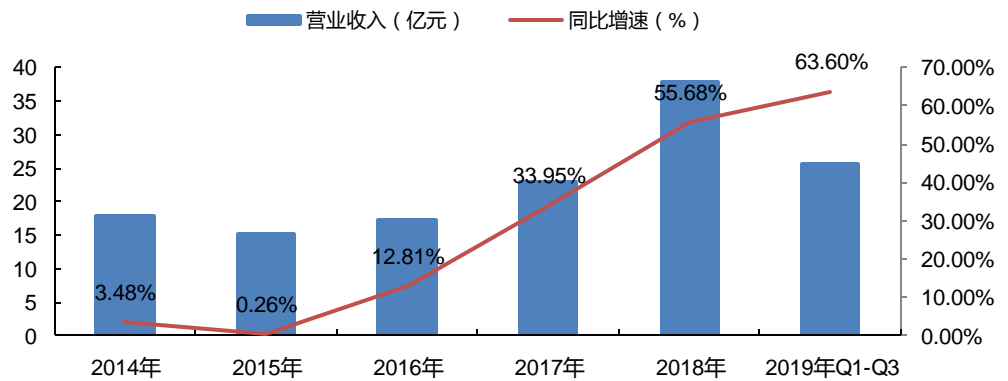
3.2 小家电品类齐全，营收增速加快

格力的小家电以大松为主要品牌，大松涵盖了抽油烟机、炉具、净水机、抽湿机、空气净化器、加湿器等一系列小家电产品。小家电现阶段的市场竞争格局尚未形成垄断态势，市场集中度相对较低，行业发展空间较大。格力的小家电环境类产品居多，如净水机、空气净化器、加湿器、吸尘器等，发展环境类产品可以发挥空调技术的协同效应。小家电虽然占营收比重不大，但基数小，增速快，格力要想实现董明珠下一个 5 年营收翻番的计划，小家电板块需要不断加力。

2019 年 8 月 6 日，格力电器与京东战略合作签约仪式在珠海格力电器总部举行。格力和京东的此次“联姻”周期为 2019 年-2021 年，格力将持续不断地研发并输出优质的新品，京东则在资源上给与更大的支持，双方就此次合作制定了清晰的目标：在京东平台，TOSOT 电饭煲在 2020 年冲至行业前 6，TOSOT 电饭煲及格力晶弘冰箱在 2021 年达到行业前 4。格力和京东针对家电产品中的冰洗、电饭煲类产品拟定战略合作协议，布局

线上新增长，以此格力在生活电器推广上将实现线下专卖店和线上电商平台的“双管齐下”。

图 22：格力小家电连续三年增长较快

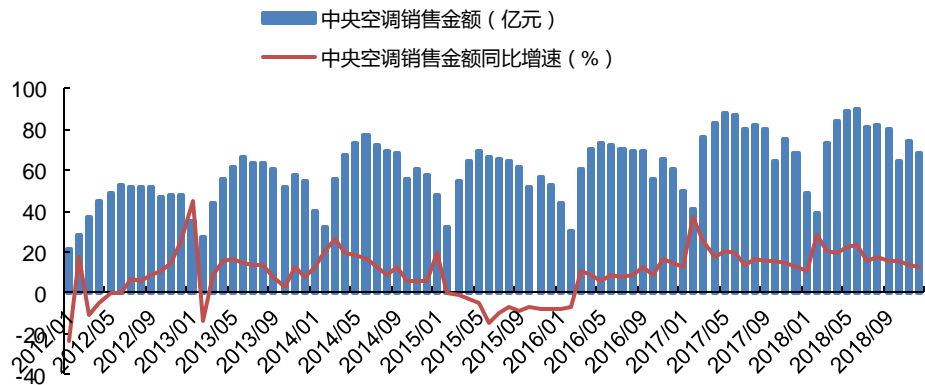


资料来源：公司年报，财富证券

4 中央空调未来市场广阔，提前布局业绩增长可期

中央空调是指由一台主机（或一套制冷系统或供风系统）通过风道送风或冷热水源带动多个末端的方式来达到室内空气调节目的的空调系统，主要产品有磁悬浮离心机、风冷螺杆机组、模块机组等，目前中央空调市场主要分为工程项目市场和家装零售市场。工程项目中的中央空调主要应用在办公楼、酒店、商场等领域。家装零售项目中的中央空调主要应用于高档公寓、别墅等领域。2018 年我国中央空调市场规模达 876.56 亿元，与 2017 年基本持平，据艾肯空调制冷网统计，2018 年中央空调在数据中心、医药、轨道交通等基建类行业保持一定增长。

图 23：中国中央空调销售量及同比增速

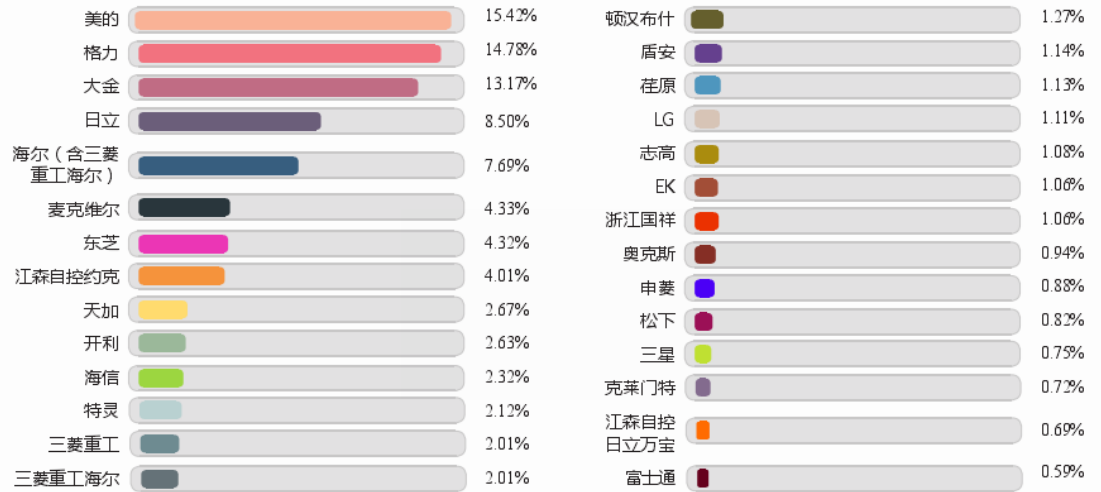


资料来源：产业在线，财富证券

中央空调的市场竞争格局较稳定，美的、格力、大金、海信日立位于中央空调市场的前四位，技术实力比较强的外资品牌在中央空调拥有一定的市占率，但以美的和格力为代表的国产品牌发展迅猛。格力在 1991 进入中央空调领域，2000 年开始自主研发生产中央空调，2006 年突破日美企业技术封锁线，实现了中央空调核心技术的自主生产，格

力引领中央空调市场的局面多年来未被打破，作为民族企业的代表，近年来更是扛起了民族品牌追赶世界名牌的重任，无论技术、产品还是服务和品牌形象，都呈现出昂扬的发展态势。

图 24：2018 年中国中央空调市场主要品牌占有率分布



资料来源：艾肯空调制冷网，财富证券

5 高瓴入主格力，加快渠道改革

5.1 深度绑定经销商利益，保障线下渠道优势

格力经销商管理模式是经过格力长时期的实践摸索总结出的，在不同的发展时期，格力采取了不同的策略。借助资本的纽带，格力将自身与经销商的利益更为紧密地融合在一起，形成了相互依存的利益共同体。

表 1：格力经销商管理模式的发展过程

年份	发展过程
1991年-1994年	依靠个人推销
1995年	格力推出“淡季返利”的销售政策，建立了一批稳定的经销商
1996年	格力采取了董明珠坚决不降价的策略，并肃清了经销商队伍
1997年	号召经销商一起组建“区域性销售公司”，首先在湖北成立了“湖北格力销售公司”，后推广至全国
2001年	为了维护小经销商的合理利益，董明珠果断处理了安徽、广东等8家销售公司，重新将双方的合作建立在诚信互利的基础上
2006年	为进一步与经销商形成利益共同体，格力10家区域性销售公司出资成立了河北京海担保投资有限公司
2007年	格力集团受让格力电器10%的股权给京海担保，京海担保成为格力电器第二大股东。借助资本的纽带，格力将自身与经销商的利益更为紧密地融合在一起

资料来源：公开资料整理，财富证券

随着格力经销商管理模式的形成，“淡季返利”、“先款后货”为格力的发展带来了活力，一方面使得公司合理占用渠道资金，有利于空调的生产，另一方面，激发了经销商的积

极性，持股方式避免了经销商之间的恶性竞争，保障了市场份额。

5.2 成立电子商务公司，加快线上渠道布局

天眼查数据显示,2019年11月5日,格力电器注资1亿元成立了格力电子商务公司。格力电子商务公司由格力电器100%持股,注册资本1亿元,董明珠任董事长。

随着电商的崛起,以传统线下经销商为主要营销渠道的格力电器在线上销售落后于竞争对手,根据奥维云网线上监测数据,2019年前三季度,格力空调线上零售量市场份额仅为15%左右,排在第三位,并且与第一、二位的美的、奥克斯有一定的差距。

公司在2019年10月30日发布了新的公司章程修订方案,方案中删除了备受关注的“电信业务及增值电信业务”,同时也删去了“电子商务的规划和实施,提供电商平台网络开发和维护”的内容。

随着高瓴资本的入主,格力将不断进行渠道的布局和完善,高瓴资本拥有丰富的互联网资源,具备助力传统零售转型的成功经验,其投资了很多互联网企业,参与了包括腾讯、京东、携程、滴滴、美团、百丽国际等众多优秀企业的投资,与互联网巨头关系密切,这些都是未来家电零售变革的主导力量和参与者,高瓴有能力引入这些力量来帮助格力电器进行改革,在完善格力现有商业模式的同时,弥补网络渠道的短板。

6 盈利预测及投资评级

公司未来的盈利预测基于以下几个假设:

(1) 公司家用空调业务地产属性较强,预计在房地产竣工数据好转的趋势下,空调行业需求出现边际改善;公司从2019年“11·11”开始进行降价促销,预计公司通过降价促销活动,空调销量取得较好的效果,未引起行业恶性价格竞争。

(2) 假设高瓴资本入主格力电器后,公司管理、经营稳定,高瓴为格力积极引入互联网资源,加快公司渠道改革,进行线上布局及海外扩张。

(3) 假设公司运营管理持续优化,公司期间费用与销售额比例保持相对稳定水平。

(4) 根据对公司盈利能力的分析,公司毛利率预计保持稳定,不会出现大幅波动。

股权转让事件的落地让公司工作重心重回业务方面,短期公司将面临空调行业需求下滑、竞争加剧的风险,长期来看,高瓴入主格力或将加速推进变革,格力有望开启新的发展篇章。调整公司盈利预测,预计公司2019-2021年实现营业收入2102.25亿元、2252.98亿元、2477.38亿元,实现归母净利润281.10亿元、313.02亿元、344.31亿元,2019-2021年EPS为4.67元、5.20元、5.72元,对应PE为13.01x、11.68x、10.62x。

综合考虑,给予公司2020年13-15倍PE估值,对应合理区间为60.71-70.05元,看好公司长期发展潜力,但当前股价已进入合理区间,维持“谨慎推荐”评级。

7 风险提示

- (1) 地产竣工不及预期，房地产持续低迷；
- (2) 空调行业景气度不达预期，公司销量下滑；
- (3) 行业竞争加剧，公司发起降价促销，行业存在价格战风险。

财务预测摘要

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	150019.55	200024.00	210225.22	225298.37	247738.09	成长性					
减:营业成本	99,562.91	138,234.17	145,833.24	156,019.12	171,434.76	营业收入增长率	36.2%	33.3%	5.1%	7.2%	10.0%
营业税费	1,513.04	1,741.89	1,871.00	2,027.69	2,197.31	营业利润增长率	49.7%	18.6%	7.4%	11.0%	10.3%
销售费用	16,660.27	18,899.58	20,581.05	21,741.29	23,856.07	净利润增长率	45.3%	17.0%	7.3%	11.4%	10.0%
管理费用	6,071.14	4,365.85	10,258.99	10,994.56	12,337.36	EBITDA 增长率	95.6%	40.1%	-13.1%	8.9%	8.6%
财务费用	431.28	-948.20	-1,780.04	-2,370.43	-2,941.12	EBIT 增长率	107.5%	39.2%	-14.1%	9.8%	9.4%
资产减值损失	263.79	261.67	270.00	265.15	265.61	NOPLAT 增长率	112.6%	12.9%	5.0%	9.8%	9.3%
加:公允价值变动收益	9.21	46.26	-259.09	35.92	62.42	投资资本增长率	33.9%	41.2%	23.3%	20.9%	17.6%
投资和汇兑收益	396.65	106.77	350.00	300.00	120.00	净资产增长率	21.7%	38.7%	20.2%	21.8%	17.7%
营业利润	26,126.67	30,996.88	33,281.89	36,956.90	40,770.52	利润率					
加:营业外净收支	490.52	276.62	206.49	324.55	269.22	毛利率	33.6%	30.9%	30.6%	30.8%	30.8%
利润总额	26,617.18	31,273.51	33,488.38	37,281.45	41,039.74	营业利润率	17.4%	15.5%	15.8%	16.4%	16.5%
减:所得税	4,108.59	4,894.48	5,207.44	5,795.57	6,394.82	净利润率	14.9%	13.1%	13.4%	13.9%	13.9%
净利润	22401.58	26202.79	28110.18	31302.48	34430.78	EBITDA/营业收入	18.9%	19.9%	16.5%	16.7%	16.5%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	17.6%	18.3%	15.0%	15.4%	15.3%
货币资金	99,610.43	113,079.03	147,796.15	164,542.09	198,699.99	运营效率					
交易性金融资产	602.05	1,012.47	621.79	745.43	793.23	固定资产周转天数	42	32	29	23	17
应收帐款	6,067.32	7,699.66	8,651.19	7,620.36	10,450.21	流动营业资本周转天数	-152	-97	-95	-89	-80
应收票据	32,256.41	35,911.57	44,674.77	41,689.61	53,276.66	流动资产周转天数	377	334	376	395	410
预付帐款	3,717.87	2,161.88	4,724.69	2,642.88	5,452.65	应收帐款周转天数	11	12	14	13	13
存货	16,568.35	20,011.52	21,307.90	22,897.52	25,675.66	存货周转天数	31	33	35	35	35
其他流动资产	12,712.22	19,834.83	11,861.71	14,802.92	15,499.82	总资产周转天数	477	420	460	467	472
可供出售金融资产	2,174.94	2,216.20	2,216.20	2,216.20	2,216.20	投资资本周转天数	134	139	173	197	213
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	110.39	2,250.73	2,250.73	2,250.73	2,250.73	ROE	34.2%	28.7%	25.6%	23.4%	21.8%
投资性房地产	516.63	537.59	537.59	537.59	537.59	ROA	10.5%	10.5%	9.9%	10.5%	9.9%
固定资产	17,467.37	18,385.76	15,599.22	12,812.67	10,026.13	ROIC	47.0%	39.6%	29.5%	26.2%	23.7%
在建工程	1,020.71	1,663.94	1,813.94	1,813.94	1,813.94	费用率					
无形资产	3,604.47	5,204.50	4,909.62	4,614.74	4,319.87	销售费用率	11.1%	9.4%	9.8%	9.7%	9.6%
其他非流动资产	18,538.84	21,264.49	18,554.26	19,468.33	19,759.79	管理费用率	4.0%	2.2%	4.9%	4.9%	5.0%
资产总额	214,968.00	251,234.16	285,519.76	298,655.01	350,772.46	财务费用率	0.3%	-0.5%	-0.8%	-1.1%	-1.2%
短期债务	18,646.10	22,067.75	21,556.00	21,556.00	21,556.00	三费/营业收入	15.4%	11.2%	13.8%	13.5%	13.4%
应付帐款	37,157.37	38,987.37	46,892.20	44,985.73	55,259.03	偿债能力					
应付票据	9,766.93	10,835.43	15,900.67	12,702.84	18,726.86	资产负债率	68.9%	63.1%	61.0%	54.6%	54.5%
其他流动负债	81,920.40	85,795.58	89,086.84	83,039.47	94,802.00	负债权益比	221.6%	171.0%	156.3%	120.2%	119.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.16	1.27	1.38	1.57	1.63
其他非流动负债	642.41	833.32	681.85	719.19	744.79	速动比率	1.05	1.14	1.26	1.43	1.49
负债总额	148,133.20	158,519.45	174,117.55	163,003.24	191,088.68	利息保障倍数	61.11	-38.68	-17.70	-14.59	-12.86
少数股东权益	1,239.79	1,387.62	1,549.84	1,730.17	1,939.56	分红指标					
股本	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73	DPS(元)	-	1.50	1.63	1.20	1.76
留存收益	59,343.63	85,532.75	103,836.64	127,905.87	151,728.49	分红比率	0.0%	34.4%	34.9%	23.1%	30.8%
股东权益	66,834.80	92,714.71	111,402.20	135,651.77	159,683.78	股息收益率	0.0%	2.5%	2.7%	2.0%	2.9%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	22,508.60	26,379.03	28,110.18	31,302.48	34,430.78	EPS(元)	3.72	4.36	4.67	5.20	5.72
加:折旧和摊销	2,033.00	3,110.33	3,081.42	3,081.42	3,081.42	BVPS(元)	10.90	15.18	18.26	22.26	26.22
资产减值准备	263.79	261.67	-	-	-	PE(X)	16.33	13.96	13.01	11.68	10.62
公允价值变动损失	-9.21	-46.26	-259.09	35.92	62.42	PB(X)	5.58	4.00	3.33	2.73	2.32
财务费用	1,532.77	-1,112.66	-1,780.04	-2,370.43	-2,941.12	P/FCF	19.95	21.59	8.91	14.73	8.15
投资收益	-396.65	-106.77	-350.00	-300.00	-120.00	P/S	2.44	1.83	1.74	1.62	1.48
少数股东损益	107.02	176.24	170.76	183.39	214.15	EV/EBITDA	9.31	6.31	6.34	5.35	4.09
营运资金的变动	-15,105.02	-8,283.19	13,058.68	-10,354.34	7,074.43	CAGR(%)	11.8%	9.5%	22.1%	11.8%	9.5%
经营活动产生现金流量	16,358.54	26,940.79	42,031.91	21,578.45	41,802.08	PEG	1.38	1.47	0.59	0.99	1.12
投资活动产生现金流量	-62,253.46	-21,845.77	981.36	52.71	24.41	ROIC/WACC	4.63	3.90	2.90	2.58	2.33
融资活动产生现金流量	-2,269.34	2,513.85	-8,296.15	-4,885.22	-7,668.59	REP	0.89	0.71	0.68	0.58	0.45

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438