

## 疫情+去库存业绩承压, 中报维持高分红率

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司2020H1实现营收706亿元, 同比下降28.2%; 实现归母净利润63.6亿元, 同比下降53.7%; 实现扣非后归母净利润60亿元, 同比下降55.2%。Q2单季度实现营收496.9亿元, 同比下降13.3%; 实现归母净利润48亿元, 同比下降40.5%; 实现扣非后归母净利润45.7亿元, 同比下降44.8%。报告期内, 公司拟派发现金59.7亿元, 分红金额是报告期公司的净利润的92.9%。
- 疫情+去库存压制业绩, 零售端优于出货。** 报告期内, 公司内销主营业务收入实现收入378.2亿元, 同比下降45.6%, 外销主营业务收入118.9亿元, 同比下降14.2%。分产品来看, 受新冠疫情影响, 空调线下销售、安装活动受限, 上半年公司空调实现收入413.3亿元, 同比下降47.9%, 奥维云网数据显示, 上半年国内空调零售额同比下降26.9%, 零售端优于出货, 显示渠道库存正逐渐出清; 生活电器实现收入22.2亿元, 同比下降13.4%; 智能装备实现收入2.1亿元, 同比下降49.6%; 其他业务实现收入197.9亿元, 同比增长41.2%, 主要系公司集中采购原材料销售给上游配套供应商所致。
- 大宗商品集采销售拖累毛利率。** 报告期内, 公司综合毛利率\净利率分别为21.1%\9.2%, 同比下滑9.9pp\5.0pp。其中空调毛利率32.1%, 同比下滑4pp, 主要系公司加大线上促销活动所致; 生活电器、智能装备和其他主营业务毛利率28.5%, 同比提升5.7pp; 其他业务毛利率2.6%, 同比下滑2.4pp, 大宗原材料集采销售业务对总体毛利率拖累较大。销售费用率\管理费用率\财务费用率分别为7.4%\5.7%\-1.7%, 同比变动-3.2pp\0.7pp\0.5pp, 销售费用率降低主要系出口收入占比提升所致。
- 渠道变革持续推进, 去库存渐近尾声。** 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的新零售模式, 持续推进销售渠道变革。随着渠道库存逐渐出清与渠道效率的提升, 公司在短期阵痛之后将重整旗鼓轻装上阵, 市场竞争力有望进一步提升。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为3.34元、4.16元、4.74元, 未来三年归母净利润将保持4.9%的复合增长率。维持“持有”评级。
- 风险提示:** 原材料价格或大幅波动、贸易壁垒升级风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	200508.33	187020.90	203312.27	218523.15
增长率	0.24%	-6.73%	8.71%	7.48%
归属母公司净利润(百万元)	24696.64	20089.47	24999.26	28539.50
增长率	-5.75%	-18.66%	24.44%	14.16%
每股收益EPS(元)	4.11	3.34	4.16	4.74
净资产收益率ROE	22.16%	17.78%	19.48%	19.70%
PE	13	16	13	12
PB	2.96	2.92	2.57	2.27

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn  
联系人: 夏勤  
电话: 023-63786049  
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	60.16
流通A股(亿股)	59.70
52周内股价区间(元)	49.22-69.88
总市值(亿元)	3,311.06
总资产(亿元)	2,827.02
每股净资产(元)	18.89

### 相关研究

- 格力电器(000651): 重压调整, 期待涅槃 (2020-04-30)
- 格力电器(000651): 巨额回购计划, 混改后活力焕发 (2020-04-13)
- 格力电器(000651): 混改落地, 疫情不改长期逻辑 (2020-02-03)
- 格力电器(000651): 混改落地优化治理, 大刀阔斧消化库存 (2019-12-02)
- 格力电器(000651): 营收业绩超预期, 混改提振估值 (2019-09-02)

**关键假设：**

假设 1：随着疫情的逐步控制，行业价格战告一段落，预期公司毛利提升，2020-2022 年毛利率为 25.7%、27.5%、28.2%；

假设 2：预期公司费用率维持相对稳定，2020-2022 年销售费用率分别为 9.1%、9.2%、9.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
空调	收入	122025.25	134227.77	144966.00	122025.25
	增速	-12.0%	10.0%	8.0%	-12.0%
	毛利率	37.12%	34.60%	36.50%	37.00%
小家电	收入	5,575.91	6,021.98	7,226.38	8,671.66
	增速	46.96%	8.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	19.30%	18.20%	19.00%	19.00%
智能装备	收入	2,141.29	2,141.29	2,184.11	2,227.79
	增速	-31.12%	0.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	6.60%	6.00%	6.00%	6.00%
其他业务	收入	54,126.08	56832.39	59674.00	62657.71
	增速	44.57%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	7.98%	8.00%	9.00%	10.00%
合计	收入	200,508.33	187,020.90	203,312.27	218,523.15
	增速	0.24%	-6.73%	8.71%	7.48%
	毛利率	28.43%	25.66%	27.48%	28.23%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	200508.33	187020.90	203312.27	218523.15	净利润	24827.24	20195.71	25131.46	28690.42
营业成本	143499.37	139029.10	147444.41	156838.68	折旧与摊销	3194.42	3897.99	3996.47	4055.21
营业税金及附加	1542.98	1684.46	1761.01	1874.18	财务费用	-2426.64	-2725.39	-3405.97	-3994.95
销售费用	18309.81	17018.90	18704.73	20104.13	资产减值损失	-842.89	250.00	250.00	250.00
管理费用	3795.65	8228.92	9149.05	9833.54	经营营运资本变动	17087.44	20994.56	4969.74	6539.27
财务费用	-2426.64	-2725.39	-3405.97	-3994.95	其他	-13945.85	-566.63	-591.66	-614.33
资产减值损失	-842.89	250.00	250.00	250.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>27893.71</b>	<b>42046.25</b>	<b>30350.04</b>	<b>34925.63</b>
投资收益	-226.63	186.00	196.00	206.00	资本支出	-3657.46	-216.00	-215.00	-215.00
公允价值变动损益	228.26	131.09	149.34	156.41	其他	-7617.59	762.48	345.34	362.41
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-11275.05</b>	<b>546.48</b>	<b>130.34</b>	<b>147.41</b>
<b>营业利润</b>	<b>29605.11</b>	<b>23852.00</b>	<b>29754.38</b>	<b>33979.97</b>	短期借款	-6123.57	-15944.18	0.00	0.00
其他非经营损益	-252.40	47.76	-14.15	-33.22	长期借款	46.89	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>29352.71</b>	<b>23899.76</b>	<b>29740.23</b>	<b>33946.75</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	4525.46	3704.05	4608.76	5256.33	支付股利	-12633.03	-11906.88	-9685.65	-12052.78
净利润	24827.24	20195.71	25131.46	28690.42	其他	-512.25	-4024.76	3405.97	3994.95
少数股东损益	130.60	106.24	132.20	150.92	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-19221.98</b>	<b>-31875.82</b>	<b>-6279.68</b>	<b>-8057.84</b>
归属母公司股东净利润	24696.64	20089.47	24999.26	28539.50	<b>现金流量净额</b>	<b>-2399.55</b>	<b>10716.92</b>	<b>24200.70</b>	<b>27015.20</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	125400.72	136117.63	160318.33	187333.54	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	11068.08	10156.14	11046.02	11872.06	销售收入增长率	0.24%	-6.73%	8.71%	7.48%
存货	24084.85	23326.08	24749.93	26345.44	营业利润增长率	-4.49%	-19.43%	24.75%	14.20%
其他流动资产	52810.39	22749.11	24647.57	26420.12	净利润增长率	-5.88%	-18.66%	24.44%	14.16%
长期股权投资	7064.19	7064.19	7064.19	7064.19	EBITDA 增长率	-8.40%	-17.61%	21.26%	12.18%
投资性房地产	498.65	498.65	498.65	498.65	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	21542.08	18417.55	15194.54	11912.80	毛利率	28.43%	25.66%	27.48%	28.23%
无形资产和开发支出	5631.46	5074.27	4516.08	3957.89	三费率	9.81%	12.04%	12.02%	11.87%
其他非流动资产	34871.74	34871.47	34871.20	34870.93	净利率	12.38%	10.80%	12.36%	13.13%
<b>资产总计</b>	<b>282972.16</b>	<b>258275.08</b>	<b>282906.51</b>	<b>310275.61</b>	ROE	22.16%	17.78%	19.48%	19.70%
短期借款	15944.18	0.00	0.00	0.00	ROA	8.77%	7.82%	8.88%	9.25%
应付和预收款项	82302.48	74232.70	79235.76	85298.11	ROIC	-172.36%	-52.27%	-43.89%	-43.16%
长期借款	46.89	46.89	46.89	46.89	EBITDA/销售收入	15.15%	13.38%	14.93%	15.58%
其他负债	72630.96	70409.16	74591.71	79260.82	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>170924.50</b>	<b>144688.74</b>	<b>153874.36</b>	<b>164605.82</b>	总资产周转率	0.75	0.69	0.75	0.74
股本	6015.73	6015.73	6015.73	6015.73	固定资产周转率	10.70	10.33	12.89	16.89
资本公积	93.38	93.38	93.38	93.38	应收账款周转率	24.73	23.12	25.33	25.04
留存收益	97294.32	105476.90	120790.52	137277.23	存货周转率	6.43	5.80	6.07	6.08
归属母公司股东权益	110153.57	111586.02	126899.63	143386.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.98%	—	—	—
少数股东权益	1894.08	2000.32	2132.52	2283.45	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>112047.66</b>	<b>113586.34</b>	<b>129032.15</b>	<b>145669.79</b>	资产负债率	60.40%	56.02%	54.39%	53.05%
负债和股东权益合计	282972.16	258275.08	282906.51	310275.61	带息债务/总负债	9.36%	0.03%	0.03%	0.03%
					流动比率	1.26	1.34	1.45	1.54
					速动比率	1.12	1.18	1.29	1.38
					股利支付率	51.15%	59.27%	38.74%	42.23%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	4.11	3.34	4.16	4.74
					每股净资产	18.63	18.88	21.45	24.21
					每股经营现金	4.64	6.99	5.05	5.81
					每股股利	2.10	1.98	1.61	2.00
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	30372.88	25024.59	30344.88	34040.24					
PE	13.41	16.48	13.24	11.60					
PB	2.96	2.92	2.57	2.27					
PS	1.65	1.77	1.63	1.52					
EV/EBITDA	6.07	6.30	4.40	3.13					
股息率	3.82%	3.60%	2.93%	3.64%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
上海	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn