

罗岸阳 家电行业首席分析师

执业编号: S1500520070002

联系电话: 13656717902

邮箱: luoanyang@cindasc.com

尹圣迪 家电行业研究助理

联系电话: 18800112133

邮箱: yinshengdi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

短期分红率、业绩表现略低，经营质量显著改善

2023年5月4日

➤ **事件:** 公司发布 2022 年年报和 23 年一季报, 22 年公司实现营业总收入 1889.88 亿元, 同比+0.60%, 实现归母净利润 245.07 亿元, 同比+6.26%, 实现扣非后归母净利润 239.86 亿元, 同比+9.78%。23Q1 公司实现营业收入 354.56 亿元, 同比+0.56%, 实现归母净利润 41.09 亿元, 同比+2.65%, 实现扣非后归母净利润 37.23 亿元, 同比-1.36%。

➤ **Q1 营收业绩增速转正, 工业制造业务实现跨越式增长。** 22Q4 公司实现营业收入 414.99 亿元, 同比-16.56%, 实现归母净利润 62.03 亿元, 同比-16.40%, Q1 公司营业收入和归母净利润实现改善, 增速转正。22 年收入分产品来看, 空调、生活电器、工业制品、智能装备、绿色能源业务收入分别同比+2.39%、-6.43%、+137.88%、-49.63%、+61.69%。其中, 22 年工业制品收入达到 75.99 亿元, 占公司营收比重同比+2.32pct 至 4.02%。格力作为家电制造企业龙头, 在压缩机、电机、零部件、精密模具等板块均拥有强大的工业制造能力, 22 年公司完成盾安环境的收购, 进一步完善了供应链布局。此外, 公司绿色能源业务收入也实现稳健增长, 占公司营收比例提升+0.94pct 至 2.49%。我们认为公司通过多元化布局的方式, 积极探索半导体、再生资源、医疗健康、预制菜装备等新业务领域, 有望为公司收入增长提供更多可能性。

分地区来看, 2022 年公司国内外收入分别同比+6.21%、+3.26%, 国内收入占比达到 68.74%, 同比提升+3.64pct。

➤ **毛销差呈现改善趋势。2022 年公司毛销差同比+1.95pct 至 20.06%, 23Q1 毛销差延续了 22 年的改善趋势, 同比+1.95pct 至 20.06%。** 从费用率来看, 22 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.19pct、+0.63pct、-0.03pct、+0.04pct, 22 年销售和研发费用率均有所下降, 管理费用率的提升主要因为非同一控制下企业的合并, 22 年公司实现归母净利润率 12.97%, 同比+0.69pct。23Q1 各项费用率分别同比+1.81pct、+0.59pct、+0.58pct、+0.04pct, 尽管 23Q1 公司各项费用率都有所上升, 但受益于毛利率的改善, 公司实现归母净利润率 11.59%, 同比+0.24pct。

➤ **账面现金充沛, 合同负债大幅增加。**

1) 22 年期末公司货币资金+交易性金融资产合计 1613.52 亿元, 较期初+37.98%, 23Q1 期末公司货币资金+交易性金融资产合计 1875.45 亿元, 较期初+16.23%, 22 年公司货币资金的增加主要在于银行存款的大幅增长。22 年期末应收票据和应收账款合计 148.32 亿元, 较期初+7.16%, 23Q1 期末应收票据和应收账款合计 173.80 亿元, 较期初+17.19%。22 年期末公司存货合计 383.14 亿元, 较期初-10.41%, 其中原材料/在产品及合同履约成本/产成品分别同比-4.97%/+21.75%/-19.35%, 随着产品销售产成品的规模明显下降, 23Q1 期末公司存货较期初+5.81%, 我们认为 Q1 存货水平上升的原因或为公司为空调销售旺季积极备货。22 年期末递延所得税资产较期初+6.86%, 23Q1 期末

公司递延所得税资产较期初+3.13%，同比 22Q1+7.60%，体现了良好的报表质量和增长潜力。23Q1 期末其他流动负债较期初+3.88%，或因返利计提比例提升所致。23Q1 期末公司合同负债合计 239.84 亿元，较期初+60.19%，体现了公司较大的营收增长潜力。

2)从周转情况来看，23Q1 公司存货/应收账款/应付账款周转天数较 22 年分别+34.45、+13.56、+31.02 天，23Q1 周转效率明显下降。

3)23Q1 经营活动产生的现金流量净额为 150.65 亿元，同比+343.84%，主要系是销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。

- **分红率低于预期。**22 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 10 元，加上 22 年中期分红，2022 报告期内公司分红率为 45.50%。
- **盈利预测：**根据产业在线数据，23Q1 国内空调市场销售量同比+5.2%，其中内销量同比+16.7%。我们认为格力作为国内空调制造龙头企业，有望受益于后续空调行业需求的复苏。此外公司积极进行工业化转型，向新能源、智能装备等领域多元化布局，有望支撑公司长期发展。我们预计 23-25 年公司实现营业收入 2059.80/2219.89/2373.21 亿元，同比 8.3%/+7.8%/+6.9%，实现归母净利润 266.91/296.97/325.57 亿元，同比 +8.9%/+11.3%/+9.6%。
- **风险因素：**空调销售复苏不及预期、TOB 业务开拓不及预期、原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧，新品开拓不及预期等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	189,654	190,151	205,980	221,989	237,321
增长率 YoY %	11.2%	0.3%	8.3%	7.8%	6.9%
归属母公司净利润 (百万元)	23,064	24,507	26,691	29,697	32,557
增长率 YoY%	4.0%	6.3%	8.9%	11.3%	9.6%
毛利率%	24.7%	26.4%	26.8%	27.0%	27.4%
净资产收益率ROE%	22.3%	25.3%	24.9%	25.0%	24.8%
EPS(摊薄)(元)	4.04	4.43	4.74	5.27	5.78
市盈率 P/E(倍)	9.17	7.30	7.47	6.72	6.13
市净率 P/B(倍)	2.11	1.88	1.86	1.68	1.52

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 5 月 4 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	225,850	255,140	286,049	304,709	319,377
货币资金	116,939	157,484	183,979	196,347	203,906
应收票据	0	7	5	6	6
应收账款	13,841	14,825	15,617	16,961	18,096
预付账款	4,592	2,345	3,017	3,065	3,322
存货	42,766	38,314	38,765	42,403	44,865
其他	47,712	42,165	44,667	45,927	49,182
非流动资产	93,749	99,885	100,805	102,315	106,648
长期股权投资	10,337	5,892	6,392	6,892	7,392
固定资产(合	31,189	33,817	32,349	31,500	33,000
计)					
无形资产	9,917	11,622	12,818	14,184	15,493
其他	42,306	48,554	49,246	49,739	50,762
资产总计	319,598	355,025	386,854	407,025	426,026
流动负债	197,101	216,372	220,175	229,518	237,079
短期借款	27,618	52,896	52,896	52,896	52,896
应付票据	40,744	38,610	41,331	44,497	47,282
应付账款	35,875	32,856	35,132	37,837	40,200
其他	92,864	92,010	90,816	94,288	96,702
非流动负债	14,571	36,777	55,577	56,077	56,377
长期借款	8,961	30,784	48,784	49,284	49,584
其他	5,610	5,993	6,793	6,793	6,793
负债合计	211,673	253,149	275,752	285,594	293,456
少数股东权益	4,274	5,117	4,091	2,722	1,303
归属母公司股东					
权益	103,652	96,759	107,012	118,709	131,266
负债和股东权益	319,598	355,025	386,854	407,025	426,026

重要财务指标

 单位:百万
元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	189,654	190,151	205,980	221,989	237,321
同比(%)	11.2%	0.3%	8.3%	7.8%	6.9%
归属母公司净利润	23,064	24,507	26,691	29,697	32,557
同比(%)	4.0%	6.3%	8.9%	11.3%	9.6%
毛利率(%)	24.7%	26.4%	26.8%	27.0%	27.4%
ROE%	22.3%	25.3%	24.9%	25.0%	24.8%
EPS(摊薄)(元)	4.04	4.43	4.74	5.27	5.78
P/E	9.17	7.30	7.47	6.72	6.13
P/B	2.11	1.88	1.86	1.68	1.52
EV/EBITDA	5.05	3.55	2.91	2.44	2.01

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	189,654	190,151	205,980	221,989	237,321
营业成本	142,776	139,867	150,860	162,005	172,289
营业税金及附加	1,077	1,612	1,339	1,589	1,647
销售费用	11,582	11,285	12,565	13,541	14,239
管理费用	4,051	5,268	5,767	6,216	7,120
研发费用	6,297	6,281	7,209	7,770	8,306
财务费用	-2,260	-2,207	-1,614	-2,178	-2,539
减值损失合计	-606	-967	-505	-509	-507
投资净收益	522	87	82	93	98
其他	629	120	833	690	831
营业利润	26,677	27,284	30,265	33,320	36,681
营业外收支	126	-67	15	130	78
利润总额	26,803	27,217	30,280	33,450	36,759
所得税	3,971	4,206	4,615	5,122	5,620
净利润	22,832	23,011	25,665	28,328	31,139
少数股东损益	-232	-1,495	-1,027	-1,369	-1,418
归属母公司净利润	23,064	24,507	26,691	29,697	32,557
EBITDA	27,727	30,588	40,719	43,564	49,362
EPS(当年)(元)	4.04	4.43	4.74	5.27	5.78

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,894	28,668	38,137	47,201	50,414
净利润	22,832	23,011	25,665	28,328	31,139
折旧摊销	3,644	4,970	12,479	12,697	15,641
财务费用	-2,207	-3,023	3,110	3,342	3,352
投资损失	-522	-87	-82	-93	-98
营运资金变动	-21,940	4,106	-3,722	2,351	-247
其它	87	-309	687	577	627
投资活动现金流	29,752	-37,057	-12,804	-13,991	-19,803
资本支出	-5,712	-6,013	-13,197	-12,346	-18,070
长期投资	-12,538	-8,534	-2,217	-1,738	-1,831
其他	48,003	-22,509	2,610	93	98
筹资活动现金流	-25,331	9,923	1,162	-20,842	-23,052
吸收投资	45	32	0	0	0
借款	88,802	102,927	18,000	500	300
支付利息或股息	-17,547	-18,469	-17,110	-21,342	-23,352
现金流净增加额	5,727	1,803	26,494	12,368	7,559

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队2015、2017年新财富入围。2020年7月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于2022年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。