

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

格力电器: Q2 营收增长稳健, 毛销差小幅改善

2023年8月31日

➤ **事件:** 23H1 公司实现营业收入 992.37 亿元, 同比+4.22%, 实现归母净利润 126.73 亿元, 同比+10.52%。

➤ **Q2 营收增长稳健, 外销承压。** Q2 公司实现营业收入 637.81 亿元, 同比+6.37%, 环比 Q1 增速(+0.56%)有所提高。分业务板块来看, 23H1 公司空调/生活电器/工业制品/智能装备/绿色能源/其他主营业务营收分别为 699.98/21.77/54.88/2.48/29.15/9.02 亿元, 分别同比+1.82%/+0.02%/+90.01%/+23.68%/+51.32%/+121.17%。

空调业务方面, 根据产业在线数据, 23H1 格力内销出货量同比+13.5%; 根据 i 传媒数据, 23H1 格力中央空调市场规模突破 100 亿, 除了家用空调, 公司在商用板块也积极丰富产品线, 加大对高温热泵、冷冻冷藏等领域的投入。

除了传统家电板块, 公司也在积极寻求多元化突破。23H1 格力钛新能源股份有限公司实现营业收入 14.40 亿元, 同比+23.31%, 净利润亏损 1.71 亿元, 同比大幅减亏; 23H1 公司精密模具总产值同比提升 28.83%。

分地区来看, 23H1 公司内外销分别实现营业收入 689.08/128.19 亿元, 分别同比+10.06%、-6.67%。

➤ **Q2 销售费用大幅增加, 毛销差有所改善。** 受产品结构调整和原材料价格下行影响, 23H1 公司实现毛利率 28.75%, 同比+4.25pct, 其中空调业务毛利率为 35.69%, 同比+5.82pct; Q2 公司实现毛利率 29.49%, 同比+4.50pct。从毛销差的角度来看, Q2 毛销差为 20.39%, 同比小幅提升 0.34pct。

从费用率角度来看, Q2 销售、管理、研发、财务费用率分别同比+4.16、+0.36、+0.26、-1.02pct, 销售费用的大幅增加主要受产品安装维修费用增长所致, 财务费用率的减少主要受益于利息收入的增加, Q2 公司利息收入达到 15.92 亿元, 同比+38.24%

尽管费用投入加大, 但受益于毛利率改善明显, Q2 仍实现归母净利润率 13.43%, 同比+0.98pct。实现归母净利润 85.64 亿元, 同比+14.75%。

➤ **账面现金充沛, 经营性现金流净额大幅增长。**

1) 23H1 公司货币资金+交易性金融资产合计 1951.28 亿元, 较 22 年期末+20.93%, 主要由公司营业收入增长所致; H1 期末应收账款及票据合计 186.39 亿元, 较 22 年期末+25.67%; Q1 期末存货合计 379.32 亿元, 与 22 年期末基本持平; 23H1 期末其他流动负债中销售返利合计 529.41 亿元, 同比+0.81%, 略有上升; 23H1 期末递延所得税资产较 22 年期末+9.75%, 较 22H1 期末同比+8.67%, 体现良好的报表质量和增长潜力。23H1 公司合同负债共 289.72 亿元, 较 22 年期末+93.50%, 体现出公司未来良好的增长潜力。

2) 从周转情况来看, 23H1 期末公司存货/应收账款/应付账款周转天数较 22 年期末分别-7.57、+2.99、+8.28 天, 周转效率小幅提升。

3) 23Q2 经营活动产生的现金流量净额为 157.95 亿元, 同比+62%, 原因在于一方面销售商品、提供劳务收到的现金增加, 另一方面其他与经营活动相关的现金支出减少。

- **盈利预测:** 我们看好格力作为国内家电制造龙头在制造、渠道、管理、研发方面的固有优势, 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, 支撑公司长期发展。我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 2059.80/1119.89/2373.21 亿元, 同比+8.3%/7.8%/6.9%, 实现归母净利润 270.57/297.06/324.14 亿元, 同比+10.4%/9.8%/9.1%。对应 PE 为 7.31/6.66/6.10x。
- **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	27,057	29,706	32,414
增长率 YoY%	4.0%	6.3%	10.4%	9.8%	9.1%
毛利率%	24.7%	26.4%	28.1%	27.7%	27.4%
净资产收益率ROE%	22.3%	25.3%	24.6%	24.4%	24.1%
EPS(摊薄)(元)	4.04	4.43	4.80	5.28	5.76
市盈率 P/E(倍)	9.17	7.30	7.31	6.66	6.10
市净率 P/B(倍)	2.11	1.88	1.80	1.62	1.47

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 8 月 30 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	275,702	295,008	312,088	
货币资金	116,939	157,484	179,127	187,633	199,791	
应收票据	0	7	5	6	6	
应收账款	13,841	14,825	17,959	18,644	20,194	
预付账款	4,592	2,345	2,960	3,037	3,322	
存货	42,766	38,314	38,027	42,006	44,865	
其他	47,712	42,165	37,624	43,682	43,910	
非流动资产	93,749	99,885	103,914	106,895	108,925	
长期股权投资	10,337	5,892	6,392	6,892	7,392	
固定资产(含无形资产)	31,189	33,817	34,957	35,579	34,777	
其他	42,306	48,554	49,746	50,239	51,262	
资产总计	319,598	355,025	379,615	401,903	421,013	
流动负债	197,101	216,372	213,855	225,307	233,114	
短期借款	27,618	52,896	52,896	52,896	52,896	
应付票据	40,744	38,610	20,277	29,427	28,925	
应付账款	35,875	32,856	38,527	40,419	43,871	
其他	92,864	92,010	102,156	102,565	107,422	
非流动负债	14,571	36,777	51,577	52,077	52,377	
长期借款	8,961	30,784	44,784	45,284	45,584	
其他	5,610	5,993	6,793	6,793	6,793	
负债合计	211,673	253,149	265,432	277,383	285,491	
少数股东权益	4,274	5,117	4,077	2,707	1,295	
归属母公司股东权益	103,652	96,759	110,106	121,812	134,226	
负债和股东权益	319,598	355,025	379,615	401,903	421,013	

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	27,057	29,706	32,414	
同比(%)	4.0%	6.3%	10.4%	9.8%	9.1%	
毛利率(%)	24.7%	26.4%	28.1%	27.7%	27.4%	
ROE%	22.3%	25.3%	24.6%	24.4%	24.1%	
EPS(摊薄)(元)	4.04	4.43	4.80	5.28	5.76	
P/E	9.17	7.30	7.31	6.66	6.10	
P/B	2.11	1.88	1.80	1.62	1.47	
EV/EBITDA	5.05	3.55	3.31	2.82	2.34	

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	148,023	160,507	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	15,037	14,984	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	-1,664	-2,132	-2,377	
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	30,679	33,330	36,519	
营业外收支	126	-67	15	130	78	
利润总额	26,803	27,217	30,694	33,460	36,597	
所得税	3,971	4,206	4,678	5,123	5,595	
净利润	22,832	23,011	26,016	28,336	31,002	
少数股东损益	-232	-1,495	-1,041	-1,369	-1,412	
归属母公司净利润	23,064	24,507	27,057	29,706	32,414	
EBITDA	27,727	30,588	35,475	38,816	41,665	
EPS(当年)(元)	4.04	4.43	4.80	5.28	5.76	

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	34,006	39,905	44,912	
净利润	22,832	23,011	26,016	28,336	31,002	
折旧摊销	3,644	4,970	6,871	7,892	7,944	
财务费用	-2,207	-3,023	3,060	3,242	3,252	
投资损失	-522	-87	-82	-93	-98	
营运资金变动	-21,940	4,106	-2,546	-49	2,185	
其它	87	-309	687	577	627	
投资活动现金流	29,752	-37,057	-10,304	-10,658	-9,803	
资本支出	-5,712	-6,013	-8,197	-9,013	-8,070	
长期投资	-12,538	-8,534	-4,717	-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	-2,059	-20,742	-22,952	
吸收投资	45	32	729	0	0	
借款	88,802	102,927	14,000	500	300	
支付利息或股息	-17,547	-18,469	-17,060	-21,242	-23,252	
现金流净增加额	5,727	1,803	21,642	8,506	12,158	

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。

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。