

公司研究

Q2 业绩再超预期，新模式逐渐跑通

——格力电器（000651.SZ）2022 半年报点评

买入（维持）

当前价/目标价：30.55/46.62 元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	56.31
总市值(亿元):	1720.40
一年最低/最高(元):	27.83/38.27
近3月换手率:	60.83%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.76	-4.65	-10.48
绝对	-1.41	1.16	-18.50

资料来源：Wind

相关研报

激励作用更为明显，估值仍处底部区间——格力电器（000651.SZ）第二期员工持股计划点评（2022-05-22）

22Q1 业绩超出预期，提价驱动收入增长——格力电器（000651.SZ）2021 年报及 2022 年一季报点评（2022-05-02）

破旧立新，价值闪耀——格力电器（000651.SZ）投资价值分析报告（2022-04-07）

要点

事件：

公司公布 2022 年半年报，上半年实现收入 958.1 亿元（yoy+4%），归母净利润 114.7 亿元（yoy+21%），其中 22Q2 收入、归母净利润、扣非归母净利润同比分别为 3%、24%、43%，利润端增速显著超出市场预期。格力自 22 年 4 月 30 日取得盾安环境的控制权，由此带来并表收入 18.6 亿元，投资收益 1.40 亿元，合并报表的归母利润贡献 1.39 亿元。

点评：

价格驱动收入增长，经销商通路逐步通畅。分产品看，（1）22H1 空调收入 687.5 亿元（同比+5%，相比 19H1 下滑 13%）；21H2/22H1 空调收入同比分别为 -16%/+5%，今年上半年增速回升或因产品提价+基数变动，量价拆分看 22H1 格力空调内销/出口量同比-6%/+4%（产业在线），22H1 格力线上/线下零售均价同比均为+5%/+9%（奥维云网），据此推测 22H1 空调收入增长主因提价拉动，格力终端价格正逐步接近 2019 年水平。当季销售收入+合同负债环比增量，这一指标反映经销商提货意愿，我们测算 21Q4/22Q1/22Q2 该指标同比+9%/-3%/+15%，公司正从传统的压货模式转向新零售，过渡期渠道库存较低，经销商的信心以及通路顺畅度逐步恢复。（2）22H1 绿色能源收入 19.3 亿元（yoy+132%），其中子公司格力钛的并表收入和净利润分别为 11.7 亿元以及-2.0 亿元（持股 30.47%）。（3）22H1 生活电器收入 21.8 亿元（yoy-1.5%）。（4）22H1 其他业务收入 188.8 亿元（yoy-6%），其背后是对原材料供应链的深度掌控。展望未来，我们持续看好公司的经营复苏：（1）渠道改革逐渐理顺，去中间层有利于争夺市场份额；（2）预计渠道库存降至低水平，后续量价向上可期。

费用率合理下行，经营性净现金大幅增长。22H1 公司毛利率 24.1%（yoy+0.8pcts），其中空调业务毛利率 29.9%（yoy-0.2pcts），产品提价有效对冲原材料价格上涨压力。费用率方面，22H1 公司的销售费用率 5.1%（yoy-2.4pcts），其中 22Q2 销售费用率 4.9%（同比-2.6pcts），销售费用率下行或因公司已经改变由返利驱动的商业模式，费用计提和返利兑现更为一致。上半年公司研发费用率同比下行 0.5 个百分点，其中 22Q2 研发费用率 yoy-0.6pcts。22H1 公司归母净利率 12.0%（yoy+1.7pcts），其中 22Q1 归母净利率同比+2.1pcts。资产负债表方面，22H1 其他流动负债中存在销售返利 520 亿元，相比 2021 年末下滑 7 亿元，盈余储备几无变化。上半年变化较大科目包括：（1）存货 yoy+31%，其中产成品 yoy+36%，原材料 yoy+23%，前者增长或因销售模式变更期间，渠道蓄水功能弱化，厂家需要承接更多库存；（2）应收账款 yoy+50%。22H1 公司经营性现金流净额 131 亿元（yoy+317%）。22H1 末自有现金接近 772 亿元，在手余粮充沛，经营安全垫充分。

盈利预测、估值与评级：推行员工持股，公司治理进一步改善，维持“买入”评级。格力是兼具品牌力、产品力、渠道壁垒的空调行业翘楚，行业格局稳定+自主创新能力将推动公司成长为科技集团。公司顺应时代变化，通过新零售模式实现线上线下平台共享。同时公司推行股份回购以及员工激励计划，进一步提升公司治理和利益共享。业绩再超预期，上调公司 2022-24 年归母净利润至 251/274/305 亿元（较前次预测上调 5%/3%/0.3%），现价对应 PE 为 7、6、6 倍，维持“买入”评级，目标价 46.62 元。

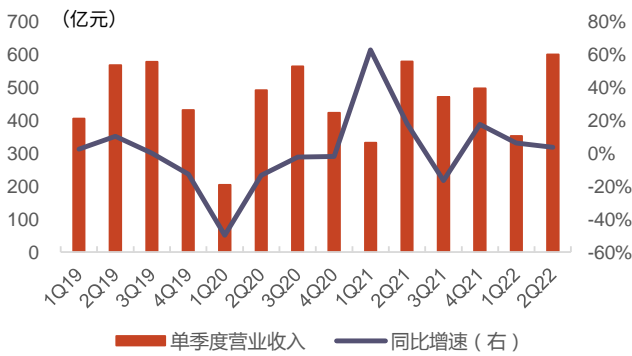
风险提示：房地产行业长期低迷，原材料价格明显上涨。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	170,497	189,654	203,351	219,127	234,561
营业收入增长率	-14.97%	11.24%	7.22%	7.76%	7.04%
净利润 (百万元)	22,175	23,064	25,063	27,438	30,541
净利润增长率	-10.21%	4.01%	8.67%	9.47%	11.31%
EPS (元)	3.69	3.90	4.45	4.87	5.42
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.25%	22.25%	22.07%	21.37%	21.05%
P/E	8	8	7	6	6
P/B	1.6	1.7	1.5	1.3	1.2

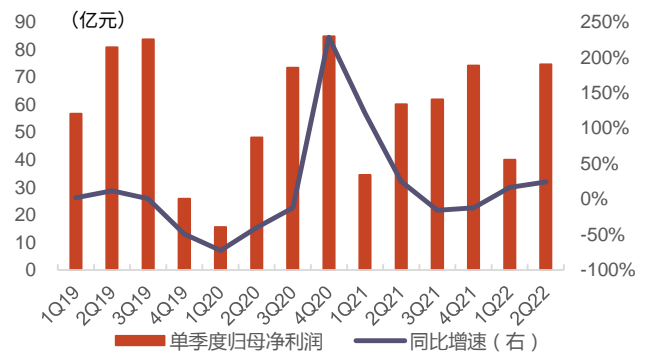
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-08-30

图 1: 公司单季度营业收入及同比



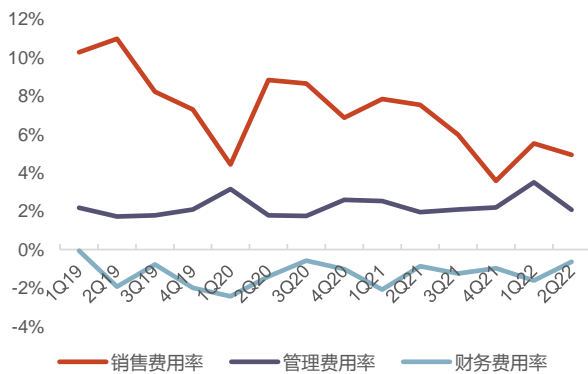
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 公司单季度归母净利润及同比



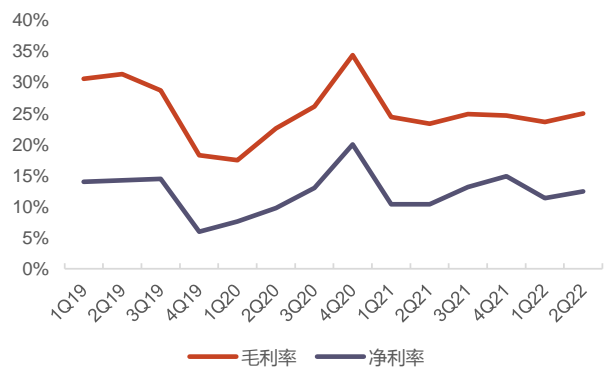
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 公司单季度三费率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 公司单季度毛利率和净利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	170,497	189,654	203,351	219,127	234,561
营业成本	124,229	142,252	148,363	157,552	167,760
折旧和摊销	3,589	3,644	4,185	4,659	5,114
税金及附加	965	1,077	1,566	1,687	1,806
销售费用	13,043	11,582	12,811	14,243	15,246
管理费用	3,604	4,051	4,270	4,602	4,926
研发费用	6,053	6,297	6,101	7,669	8,210
财务费用	-1,938	-2,260	910	1,791	1,395
投资收益	713	522	250	260	270
营业利润	26,044	26,677	29,534	32,346	36,032
利润总额	26,309	26,803	29,839	32,651	36,337
所得税	4,030	3,971	4,595	5,028	5,596
净利润	22,279	22,832	25,243	27,623	30,741
少数股东损益	104	-232	180	185	200
归属母公司净利润	22,175	23,064	25,063	27,438	30,541
EPS(元)	3.69	3.90	4.45	4.87	5.42

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	19,239	1,894	38,411	36,523	39,933
净利润	22,175	23,064	25,063	27,438	30,541
折旧摊销	3,589	3,644	4,185	4,659	5,114
净营运资金增加	-15,989	14,431	2,189	8,101	7,614
其他	9,463	-39,245	6,974	-3,674	-3,336
投资活动产生现金流	98	29,752	-4,060	-4,040	-4,030
净资本支出	-4,522	-5,712	-4,300	-4,300	-4,300
长期投资变化	8,120	10,337	0	0	0
其他资产变化	-3,500	25,127	240	260	270
融资活动现金流	-21,111	-25,331	-8,944	-21,440	-25,099
股本变化	0	-101	-283	0	0
债务净变化	6,174	15,669	7,125	-7,027	-9,893
无息负债变化	-14,761	33,666	-21,121	5,159	5,564
净现金流	-2,148	5,727	25,407	11,043	10,804

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	27.1%	25.0%	27.0%	28.1%	28.5%
EBITDA 率	16.3%	15.5%	17.2%	17.6%	18.0%
EBIT 率	14.2%	13.6%	15.1%	15.5%	15.9%
税前净利润率	15.4%	14.1%	14.7%	14.9%	15.5%
归母净利润率	13.0%	12.2%	12.3%	12.5%	13.0%
ROA	8.0%	7.1%	8.0%	8.4%	9.0%
ROE (摊薄)	19.3%	22.3%	22.1%	21.4%	21.0%
经营性 ROIC	20.0%	16.5%	19.1%	19.9%	20.9%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	58%	66%	63%	60%	56%
流动比率	1.35	1.15	1.21	1.30	1.41
速动比率	1.17	0.93	1.09	1.17	1.27
归母权益/有息债务	5.20	2.74	2.53	3.38	5.17
有形资产/有息债务	11.80	7.80	6.47	8.01	11.27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	279,218	319,598	315,686	328,819	341,420
货币资金	136,413	116,939	142,346	153,389	164,193
交易性金融资产	371	0	0	0	0
应收账款	8,738	13,841	7,986	8,605	9,211
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	147	334	204	220	235
存货	27,880	42,766	22,255	23,633	25,164
其他流动资产	36,591	34,994	34,994	34,994	34,994
流动资产合计	213,633	225,850	221,539	234,752	247,882
其他权益工具	7,788	10,114	10,114	10,114	10,114
长期股权投资	8,120	10,337	10,337	10,337	10,337
固定资产	18,983	31,183	32,040	32,185	31,747
在建工程	4,016	6,481	5,521	4,801	4,231
无形资产	5,878	9,917	10,016	10,112	10,207
商誉	202	708	708	708	708
其他非流动资产	6,062	4,874	4,874	4,874	4,874
非流动资产合计	65,585	93,749	94,147	94,068	93,538
总负债	162,337	211,673	197,677	195,809	191,480
短期借款	20,304	27,618	35,498	27,972	17,579
应付账款	31,605	35,875	37,091	39,388	41,940
应付票据	21,427	40,744	22,255	23,633	25,164
预收账款	0	0	10,168	10,956	11,728
其他流动负债	65,418	63,643	63,643	63,643	63,643
流动负债合计	158,479	197,101	182,560	180,145	175,268
长期借款	1,861	8,961	9,461	9,961	10,461
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	587	2,870	2,870	2,870	2,870
非流动负债合计	3,859	14,571	15,117	15,664	16,212
股东权益	116,880	107,925	118,009	133,010	149,940
股本	6,016	5,914	5,631	5,631	5,631
公积金	3,622	2,110	3,225	3,225	3,225
未分配利润	102,842	103,475	115,878	130,694	147,423
归属母公司权益	115,190	103,652	113,555	128,372	145,101
少数股东权益	1,690	4,274	4,454	4,639	4,839

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	7.65%	6.11%	6.30%	6.50%	6.50%
管理费用率	2.11%	2.14%	2.10%	2.10%	2.10%
财务费用率	-1.14%	-1.19%	0.45%	0.82%	0.59%
研发费用率	3.55%	3.32%	3.00%	3.50%	3.50%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	3.00	2.00	2.24	2.45	2.73
每股经营现金流	3.20	0.32	6.82	6.49	7.09
每股净资产	19.15	17.53	20.16	22.80	25.77
每股销售收入	28.34	32.07	36.11	38.91	41.65

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	8	8	7	6	6
PB	1.6	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.6	7.9	6.2	5.4	4.7
股息率	9.8%	6.5%	7.3%	8.0%	8.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE