

格力电器 (000651.SZ)

2022年中报点评：内外销稳健增长，二季度扣非利润高增40%

买入

核心观点

营收稳健，盈利改善。公司2022H1实现营收958.1亿/+4.1%，归母净利润114.7亿/+21.3%，扣非归母净利润116.1亿/+32.0%。其中Q2营收602.7亿/+3.0%，归母净利润74.6亿/+24.1%，扣非归母净利润78.3亿/+42.6%。虽然受到疫情的不利影响，但在高温天气和各地出台消费刺激政策的推动下，公司收入实现稳健增长，同时H1末合同负债同比增长65%；利润端受益于新零售渠道改革，毛利率及费用率均有所优化，盈利能力实现较大幅改善。

空调预计价增量减，内外销增长稳健。1)分内外销看，公司H1内销收入增长7.6%至626亿，外销增长7.9%至137亿，其中外销自主品牌销售同比增长16.8%，占外销的53%。根据产业在线的数据，格力空调Q2内外销出货量同比分别下滑2.1%和1.3%；根据奥维云网的数据，格力空调Q2线上线下均价分别提升5.2%和6.8%。预计公司Q2空调出货量有所下滑，在产品结构及渠道结构调整下均价有所提升。2)分品类看，H1公司空调收入增长5.2%至687亿，生活电器收入下滑1.5%至22亿，工业制品收入增长58%至29亿，智能装备收入增长2.4%至2亿，绿色能源收入增长132%至19亿。在空调主业维稳的基础上，公司在绿色能源等新业务上也有不错的增长。

合同负债高企，终端动销或较为积极。Q2末公司合同负债余额同比增长65.2%至161亿，或表明终端经销商对空调销售的积极信心。同时公司经营活动现金流也有明显改善，Q2经营活动现金流入同比增长19.7%至551.6亿，经营活动现金流量金额同比增长115.6亿至97.5亿。

提价拉动毛利率，利润率明显改善。Q2公司毛利率提升1.6pct至25.0%，或主要源于公司产品均价提升及渠道改革下利润再分配。公司销售费用率下滑2.5pct至4.9%，毛销差提升4.2pct；Q2管理/研发/财务费用率分别+0.1/-0.6/+0.2pct至2.1%/2.9%/-0.6%，部分受到股权激励支付费用（H1为1.9亿）的影响。Q2公司收益及减值损失类科目同比拖累净利率2.1pct，归母净利率同比提升2.1pct至12.4%，盈利出现明显改善。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；渠道改革不及预期。

投资建议：调整盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到原材料价格变化趋势，调整盈利预测，预计2022-2024年归母净利润为271/296/316亿（前值为256/301/328亿），同比增速为17%/9%/7%；EPS=4.58/5.00/5.35元，对应PE=7/7/6x。公司空调主业优势显著，新零售渠道改革及数字化建设稳步推进，数智化转型初见成效，股权激励计划有望助推基本面改善，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 170,497 | 189,654 | 204,585 | 220,994 | 237,380 |
| (+/-%) | -15.0% | 11.2% | 7.9% | 8.0% | 7.4% |
| 净利润(百万元) | 22175 | 23064 | 27078 | 29586 | 31648 |
| (+/-%) | -10.2% | 4.0% | 17.4% | 9.3% | 7.0% |
| 每股收益(元) | 3.69 | 3.90 | 4.58 | 5.00 | 5.35 |
| EBIT Margin | 13.3% | 12.9% | 14.3% | 14.3% | 14.2% |
| 净资产收益率 (ROE) | 19.3% | 22.3% | 24.5% | 25.4% | 25.8% |
| 市盈率 (PE) | 9.0 | 8.5 | 7.2 | 6.6 | 6.2 |
| EV/EBITDA | 13.8 | 14.5 | 12.4 | 11.8 | 11.5 |
| 市净率 (PB) | 1.72 | 1.88 | 1.77 | 1.68 | 1.59 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

家用电器·白色家电

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

联系人：邹会阳

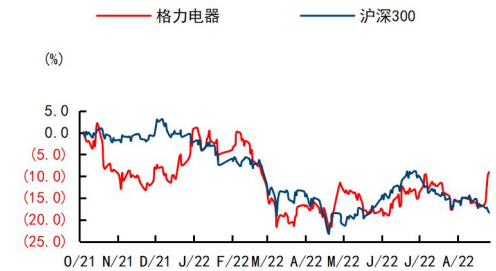
0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

基础数据

| | |
|------------|------------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | 42.30 - 45.50元 |
| 收盘价 | 33.02元 |
| 总市值/流通市值 | 185936/184483百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 41.83/29.65元 |
| 近3个月日均成交额 | 1847.70百万元 |

市场走势

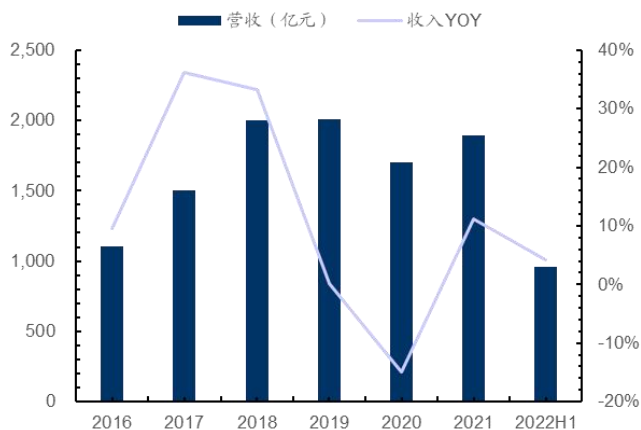


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

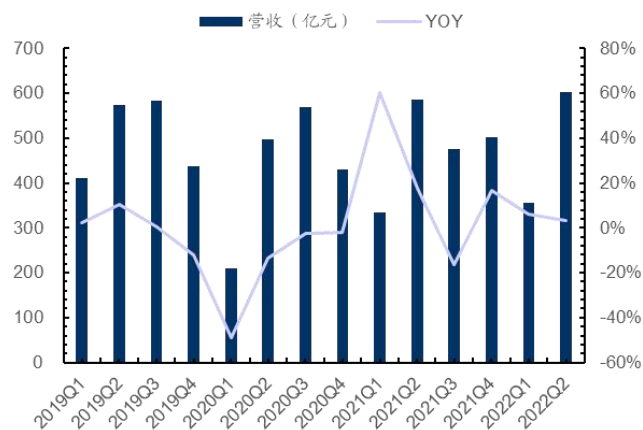
- 《格力电器(000651.SZ)-2021年年报&2022年一季度点评：股息回报可观，一季度盈利回升》——2022-05-04
- 《格力电器-000651-事件快评：明确分红强化信心，稳分红+高股息带来稳回报》——2022-01-26
- 《格力电器-000651-2021年三季度点评：营收增长承压，盈利能力稳健》——2021-10-28
- 《格力电器-000651-2021年半年报点评：经营表现超预期，余粮充裕动销积极》——2021-08-26
- 《格力电器-000651-事件快评：员工持股计划落地，稳增长强信心》——2021-06-22

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



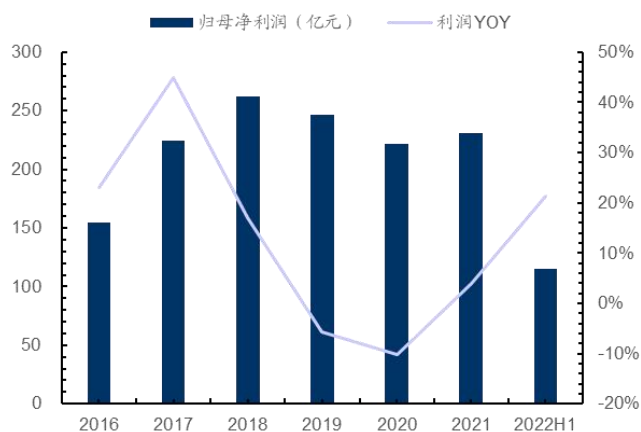
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



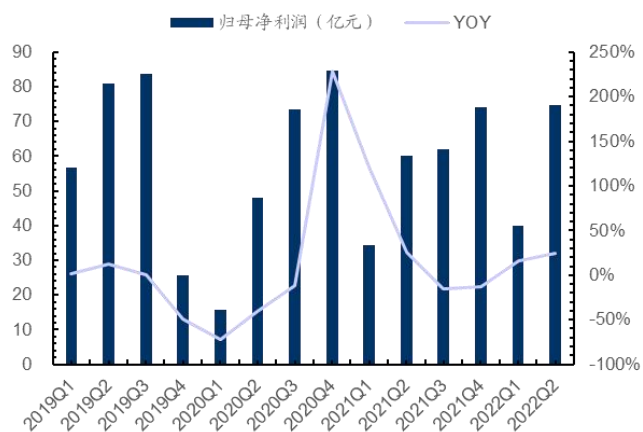
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



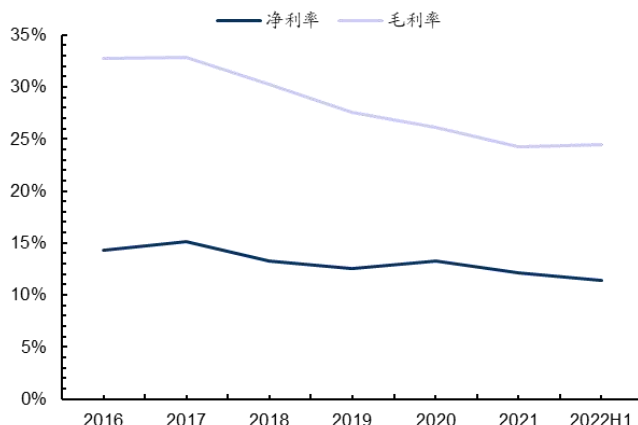
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



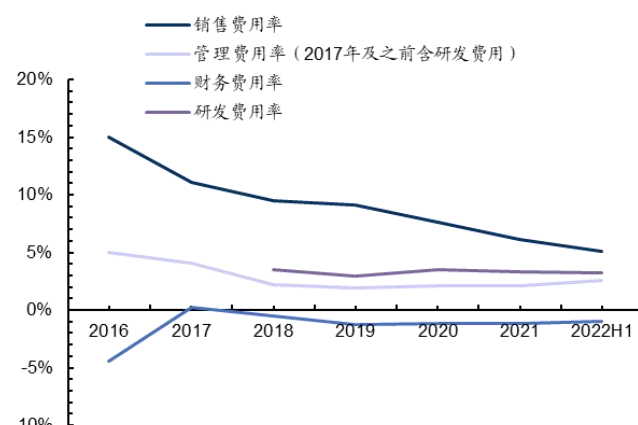
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛/净利率情况



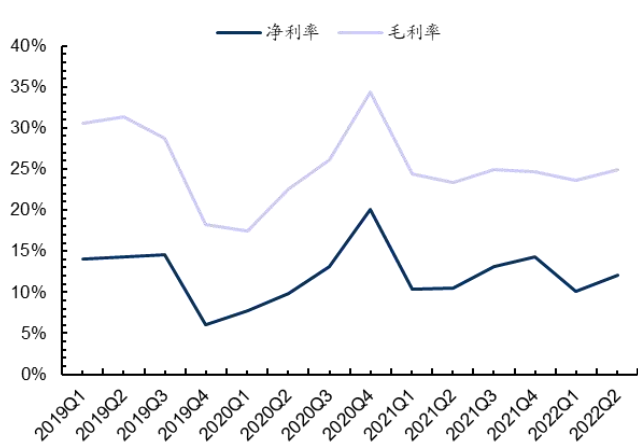
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率情况



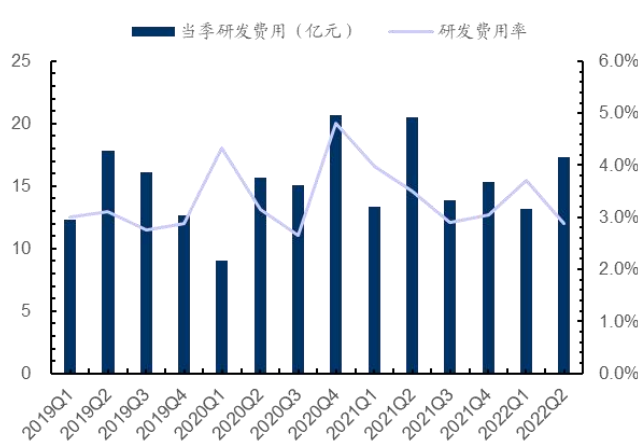
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司单季度毛/净利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度研发费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价 | 总市值 | | EPS | | | | PE | | | | PEG | 投资评级 |
|-----------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-----|------|
| | | | 亿元 | 21A | 22E | 23E | 24E | 21A | 22E | 23E | 24E | (22E) | | |
| 000651.SZ | 格力电器 | 33.02 | 1,859 | 3.90 | 4.58 | 5.00 | 5.35 | 8.5 | 7.2 | 6.6 | 6.2 | 0.6 | 买入 | |
| 600690.SH | 海尔智家 | 25.63 | 2,259 | 1.39 | 1.59 | 1.84 | 2.11 | 18.4 | 16.1 | 14.0 | 12.1 | 1.1 | 买入 | |
| 000333.SZ | 美的集团 | 53.65 | 3,754 | 4.09 | 4.50 | 5.18 | 5.74 | 13.1 | 11.9 | 10.4 | 9.4 | 1.0 | 买入 | |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | | | | | | 利润表（百万元） | | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 现金及现金等价物 | 136413 | 116939 | 126145 | 136263 | 149798 | 营业收入 | 170497 | 189654 | 204585 | 220994 | 237380 |
| 应收款项 | 8886 | 14174 | 12892 | 13320 | 13657 | 营业成本 | 124229 | 142252 | 151549 | 163217 | 175854 |
| 存货净额 | 27880 | 42766 | 35040 | 41172 | 45951 | 营业税金及附加 | 965 | 1077 | 1228 | 1277 | 1372 |
| 其他流动资产 | 40084 | 40937 | 49052 | 50881 | 54269 | 销售费用 | 13043 | 11582 | 10945 | 12155 | 13056 |
| 流动资产合计 | 213633 | 225850 | 235129 | 251637 | 275676 | 管理费用 | 9656 | 10348 | 11649 | 12772 | 13453 |
| 固定资产 | 23007 | 37670 | 37446 | 37316 | 37071 | 财务费用 | (1938) | (2260) | (2276) | (2690) | (3206) |
| 无形资产及其他 | 5878 | 9917 | 9520 | 9124 | 8727 | 投资收益 | 713 | 522 | 618 | 570 | 594 |
| 投资性房地产 | 28580 | 35825 | 35825 | 35825 | 35825 | 资产减值及公允价值变动 | 474 | 699 | (594) | (494) | (635) |
| 长期股权投资 | 8120 | 10337 | 11973 | 13900 | 15827 | 其他收入 | 315 | (1200) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 279218 | 319598 | 329893 | 347801 | 373125 | 营业利润 | 26044 | 26677 | 31514 | 34338 | 36811 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 20304 | 28873 | 30879 | 24237 | 24736 | 营业外净收支 | 265 | 126 | 46 | 146 | 106 |
| 应付款项 | 53032 | 76619 | 72370 | 78558 | 87752 | 利润总额 | 26309 | 26803 | 31560 | 34484 | 36917 |
| 其他流动负债 | 85143 | 91609 | 95295 | 105650 | 112377 | 所得税费用 | 4030 | 3971 | 4755 | 5196 | 5588 |
| 流动负债合计 | 158479 | 197101 | 198545 | 208445 | 224865 | 少数股东损益 | 104 | (232) | (273) | (298) | (319) |
| 长期借款及应付债券 | 1861 | 8961 | 8961 | 8961 | 8961 | 归属于母公司净利润 | 22175 | 23064 | 27078 | 29586 | 31648 |
| 其他长期负债 | 1998 | 5610 | 7761 | 9912 | 12550 | 现金流量表（百万元） | | | | | |
| 长期负债合计 | 3859 | 14571 | 16722 | 18873 | 21510 | 净利润 | 22175 | 23064 | 27078 | 29586 | 31648 |
| 负债合计 | 162337 | 211673 | 215267 | 227317 | 246375 | 资产减值准备 | (849) | 484 | 120 | 2 | (7) |
| 少数股东权益 | 1690 | 4274 | 4206 | 4146 | 4082 | 折旧摊销 | 3589 | 3644 | 3896 | 4351 | 4655 |
| 股东权益 | 115190 | 103652 | 110421 | 116338 | 122668 | 公允价值变动损失 | (474) | (699) | 594 | 494 | 635 |
| 负债和股东权益总计 | 279218 | 319598 | 329893 | 347801 | 373125 | 财务费用 | (1938) | (2260) | (2276) | (2690) | (3206) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 营运资本变动 | 1213 | 5879 | 2612 | 10305 | 10048 |
| 每股收益 | 3.69 | 3.90 | 4.58 | 5.00 | 5.35 | 其它 | 886 | (539) | (188) | (61) | (57) |
| 每股红利 | 2.37 | 2.97 | 3.43 | 4.00 | 4.28 | 经营活动现金流 | 26540 | 31833 | 34111 | 44677 | 46922 |
| 每股净资产 | 19.15 | 17.53 | 18.67 | 19.67 | 20.74 | 资本开支 | (4460) | (19324) | (4000) | (4321) | (4641) |
| ROIC | 15% | 16% | 20% | 21% | 22% | 其它投资现金流 | 1030 | (10663) | (966) | 2000 | (2000) |
| ROE | 19% | 22% | 25% | 25% | 26% | 投资活动现金流 | (4485) | (32204) | (6603) | (4248) | (8568) |
| 毛利率 | 27% | 25% | 26% | 26% | 26% | 权益性融资 | (372) | 45 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 13% | 13% | 14% | 14% | 14% | 负债净变化 | 1814 | 7100 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 15% | 15% | 16% | 16% | 16% | 支付股利、利息 | (14236) | (17547) | (20308) | (23669) | (25319) |
| 收入增长 | -15% | 11% | 8% | 8% | 7% | 其它融资现金流 | 14174 | 1745 | 2006 | (6643) | 499 |
| 净利润增长率 | -10% | 4% | 17% | 9% | 7% | 融资活动现金流 | (11042) | (19103) | (18302) | (30312) | (24819) |
| 资产负债率 | 59% | 68% | 67% | 67% | 67% | 现金净变动 | 11012 | (19474) | 9206 | 10118 | 13535 |
| 息率 | 7.3% | 9.0% | 10.4% | 12.1% | 13.0% | 货币资金的期初余额 | 125401 | 136413 | 116939 | 126145 | 136263 |
| P/E | 9.0 | 8.5 | 7.2 | 6.6 | 6.2 | 货币资金的期末余额 | 136413 | 116939 | 126145 | 136263 | 149798 |
| P/B | 1.7 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 企业自由现金流 | 19484 | 10981 | 27320 | 37151 | 38615 |
| EV/EBITDA | 13.8 | 14.5 | 12.4 | 11.8 | 11.5 | 权益自由现金流 | 35472 | 19826 | 31259 | 32793 | 41835 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032