

公司研究

扣非业绩再超预期，渠道改革加速推进

——格力电器（000651.SZ）2022年三季度报点评

买入（维持）

当前价/目标价：30.19/46.62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):	1700
一年最低/最高(元):	27.83/37.50
近3月换手率:	43.43%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.02	6.91	9.25
绝对	-6.91	-2.57	-10.47

资料来源：Wind

相关研报

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（2022-08-31）

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：公司发布2022年三季度报：1-3Q22实现营收1483亿元（YoY+6%），归母净利润183亿元（YoY+17%），扣非归母净利润186亿元（YoY+26%）。其中3Q22公司实现营收525亿元（YoY+11%），归母净利润68亿元（YoY+11%），扣非归母净利润70亿元（YoY+17%）。

点评：

炎夏助攻空调销量，出厂价提升幅度或高于零售终端。1) 家用空调内销：相对3Q21的凉夏，3Q22全国多数地区经历漫长且炎热的夏天，空调销售得到明显提振。根据奥维云网，1-3Q22空调行业线下/线上空调零售量同比-24%/-4%，其中3Q22线下/线上零售量同比-14%/+33%。出厂端看，根据产业在线，1-3Q22家用空调行业内销出厂同比+1%（同期格力内销量同比-9%），其中3Q22行业内销量同比+4%（同期格力内销量同比-12%），格力出厂数据弱于行业，我们推断主要系第三方根据上游压缩机出厂量推算整机内销量，这一方法在工厂备有较高压缩机库存时会出现偏差。价格方面，3Q22公司线上/线下零售价同比+3%/+10%，提价幅度高于行业，我们推断公司出厂价涨幅高于零售价涨幅（渠道正在推广“高开高返”模式）。库存方面，截至8月行业的渠道库存2279万台（产业在线），今年至今始终处于窄幅波动的低水位，格力的新零售模式明显减少了往常的压货行为。**2) 家用空调出口：**根据产业在线，3Q22格力外销量同比-14%，该第三方数据同样或有偏差，根据调研第三季度格力空调出口额增长约为5%。**3) 国内市场地位：**根据奥维数据，1-9月格力空调线下/线上零售额占比分别为32.8%/27.8%，在渠道改革的背景下，格力品牌线下地位稳固的同时线上份额在近年明显攀升。

毛销差连续第三个季度同比向上，经销商打款积极性正在逐步恢复。1-3Q22公司毛利率25.5%（YoY+1.4pcts），其中3Q22毛利率YoY+2.5pcts，毛利率升幅扩大主要系出厂价提升较大+高价成本逐渐回落。1-3Q22公司销售费用率YoY-1.4pcts，其中3Q22销售费用率同比+0.6pcts，第三季度销售费用率向上或因旺季安装供不应求。3Q22毛销差同比+2.0pcts，为连续第三个季度同比向上，说明渠道改革有益于经营利润率上升，渠道部分利润回流至总部。1-3Q22公司净利率12.4%（YoY+1.1pcts），其中3Q22净利率YoY-0.1pcts，3Q22公司管理费用率YoY+0.8pcts，财务费用率YoY+0.1pcts，此外投资净收益和公允价值变动净收益同比均有下降（推测为锁汇带来的损失）。资产负债表方面，3Q22公司存货同比+2%，增幅相较中报明显收窄，或因旺季库存消耗+新零售模式跑通。销售收入+合同负债环比增量数据可反映经销商打款是否积极，经测算22Q3该指标同比+8%，为连续第二季度正增长。

盈利预测、估值与评级：看好渠道改革成效，维持“买入”评级。目前格力电器估值处于近年底部，2021年9月公司宣布将注销第三期回购股份中的70%（约2.2亿股），每股收益和股东回报得以提升。随着线上线下有效融合，公司在空调行业的规模优势以及品牌效应仍然明显。考虑到渠道改革推进有利于部分利润回流总部，上调公司2022-24年净利润预测至261亿元、286亿元、317亿元（相较前次预测均上调4%），对应PE为7、6、5倍，维持“买入”评级。

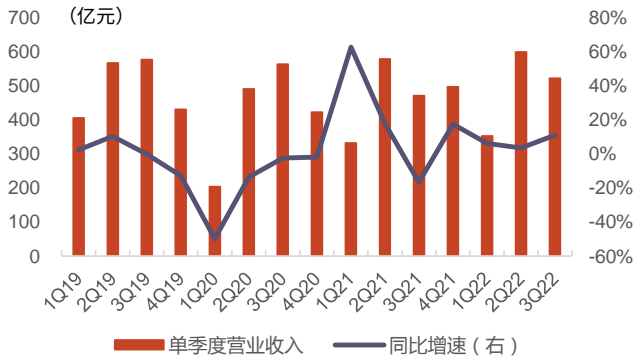
风险提示：原材料涨价风险，市场竞争加剧，地产销售不及预期。

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	197,965	215,950	231,036
营业收入增长率	-14.97%	11.24%	4.38%	9.08%	6.99%
净利润 (百万元)	22,175	23,064	26,056	28,559	31,736
净利润增长率	-10.21%	4.01%	12.97%	9.61%	11.13%
EPS (元)	3.69	3.90	4.63	5.07	5.64
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.25%	22.25%	22.75%	21.97%	21.54%
P/E	8	8	7	6	5
P/B	1.6	1.7	1.5	1.3	1.2

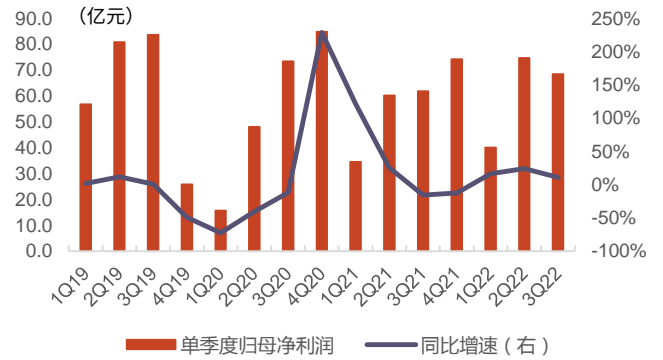
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-10-28

图 1: 公司单季度营业收入及同比



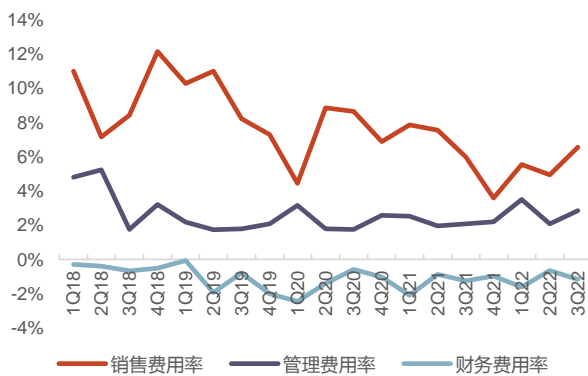
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 公司单季度归母净利润及同比



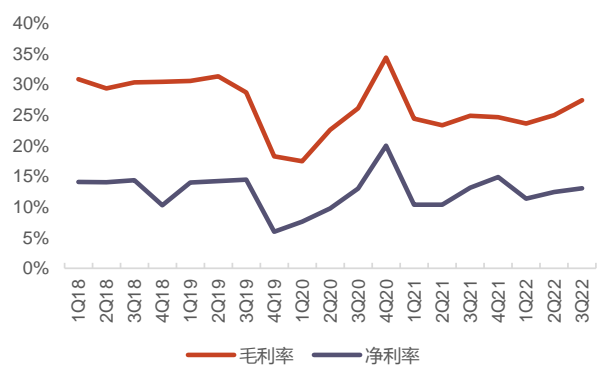
资料来源: Wind, 光大证券研究所

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	197,965	215,950	231,036
营业成本	124,229	142,252	142,838	154,680	164,594
折旧和摊销	3,589	3,644	4,185	4,659	5,114
税金及附加	965	1,077	1,524	1,663	1,779
销售费用	13,043	11,582	12,175	12,957	13,862
管理费用	3,604	4,051	4,157	4,535	4,852
研发费用	6,053	6,297	5,939	7,558	8,086
财务费用	-1,938	-2,260	830	1,636	1,224
投资收益	713	522	250	260	270
营业利润	26,044	26,677	30,706	33,671	37,445
利润总额	26,309	26,803	31,011	33,976	37,750
所得税	4,030	3,971	4,776	5,232	5,813
净利润	22,279	22,832	26,236	28,744	31,936
少数股东损益	104	-232	180	185	200
归属母公司净利润	22,175	23,064	26,056	28,559	31,736
EPS(元)	3.69	3.90	4.63	5.07	5.64

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	19,239	1,894	37,765	38,224	40,873
净利润	22,175	23,064	26,056	28,559	31,736
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	-24	8,911	7,456
其他	9,463	-39,245	7,549	-3,904	-3,433
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	-12,069	-21,595	-26,282
股本变化	0	-101	-283	0	0
债务净变化	6,174	15,669	3,920	-6,841	-10,686
无息负债变化	-14,761	33,666	-23,818	6,427	5,416
净现金流	-2,148	5,727	21,636	12,589	10,561

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	27.1%	25.0%	27.8%	28.4%	28.8%
EBITDA 率	16.3%	15.5%	18.2%	18.4%	18.9%
EBIT 率	14.2%	13.6%	16.1%	16.3%	16.6%
税前净利润率	15.4%	14.1%	15.7%	15.7%	16.3%
归母净利润率	13.0%	12.2%	13.2%	13.2%	13.7%
ROA	8.0%	7.1%	8.4%	8.8%	9.4%
ROE (摊薄)	19.3%	22.3%	22.7%	22.0%	21.5%
经营性 ROIC	20.0%	16.5%	20.1%	20.8%	21.8%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	58%	66%	62%	59%	55%
流动比率	1.35	1.15	1.23	1.32	1.44
速动比率	1.17	0.93	1.10	1.19	1.30
归母权益/有息债务	5.20	2.74	2.74	3.72	6.08
有形资产/有息债务	11.80	7.80	6.85	8.62	12.91

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	310,776	325,988	338,282
货币资金	136,413	116,939	138,576	151,165	161,725
交易性金融资产	371	0	0	0	0
应收账款	8,738	13,841	7,774	8,480	9,073
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	147	334	199	217	232
存货	27,880	42,766	21,426	23,202	24,689
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	216,629	231,920	244,744
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	191,775	191,360	186,090
短期借款	20,304	27,618	32,293	24,952	13,766
应付账款	31,605	35,875	35,710	38,670	41,149
应付票据	21,427	40,744	21,426	23,202	24,689
预收账款	0	0	9,898	10,797	11,552
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	176,657	175,696	169,878
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	119,001	134,627	152,192
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	116,870	132,311	149,675
归属母公司权益	115,190	103,652	114,548	129,988	147,353
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%	6.15%	6.00%	6.00%
管理费用率	2.11%	2.14%	2.10%	2.10%	2.10%
财务费用率	-1.14%	-1.19%	0.42%	0.76%	0.53%
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	2.33	2.55	2.84
每股经营现金流	3.20	0.32	6.71	6.79	7.26
每股净资产	19.15	17.53	20.34	23.08	26.17
每股销售收入	28.34	32.07	35.15	38.35	41.03

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	8	8	7	6	5
PB	1.6	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.5	7.8	5.8	5.1	4.4
股息率	9.9%	6.6%	7.7%	8.5%	9.4%

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的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