

# 格力电器 (000651)

证券研究报告

2022年11月03日

## 扣非业绩表现亮眼，优质报表提供后续增长势能

**事件：**公司公布 22 年三季报。22Q1-Q3：公司实现营业收入 1474.89 亿元，同比+6.77%；归母净利润 183.04 亿元，同比+17%；扣非归母净利润 185.67 亿元，同比+25.77%。22Q3：公司实现营业收入 522.67 亿元，同比+11.01%；归母净利润 68.38 亿元，同比+10.5%；扣非归母净利润 69.59 亿元，同比+16.56%。

### 炎夏刺激经销商提货意愿，成本下行抬升盈利能力

■收入端：炎夏带动空调动销，根据奥维数据显示，22Q3 格力线上+线下销额同比+5.2%。同时，我们认为三方数据与报表端增速差异或系终端动销滞后于提货所致。

■利润端：公司 2022 年前三季度公司毛利率为 25.54%，同比+1.41pct，净利率为 11.76%，同比+0.52pct；其中 2022Q3 毛利率为 27.44%，同比+2.5pct，环比+2.45pct，净利率为 12.59%，同比-0.45pct。同时公司 Q3 毛销差同比/环比分别+1.6/+0.8pct，我们预计 Q3 原材料成本下行对空调毛利率提升有一定贡献，而毛销差的继续改善则一定程度上印证了公司渠道改革后效率有所提升。

■费用端：公司 2022 年前三季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 5.63%、2.68%、3.21%、-1.05%，同比-1.39、+0.57、-0.21、+0.23pct；其中 22Q3 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.53%、2.84%、3.24%、-1.15%，同比+0.59、+0.78、+0.32、+0.08pct。Q3 费用率整体保持稳定，我们预计管理费用率提升或系并表银隆&盾安所致。

### 合同负债环比提升，其他流动负债环比保持稳定

■我们认为，1) 根据奥维数据，7-9 月格力线下市占率分别同比-0.16/+1.26/+0.68pct，公司经历渠道变革后，终端竞争力逐渐有所恢复，经销商提货意愿也随之增强；2) 公司财报端表现我们认为或系前期因天气因素经销商库存维持低位，新冷年开盘后经销商回款较好，而提货进度滞后于回款。从而在报表端体现为公司存货环比略有下降；而合同负债经历 Q2 大幅消化后 Q3 环比重新提升，收入端“蓄水池”扩张；同时公司利润端“蓄水池”保持稳定，其他流动负债环比略有上升。

**投资建议：**公司作为空调领域龙头企业，在炎夏+成本下行周期影响下，营收业绩增长向好，资产负债表质量进一步提升，远期来看公司收购银隆+盾安逐步打开多元化布局，后续增长可期。根据三季报情况，我们上调公司全年收入增速及毛利率水平，预计公司 22/23/24 年归母净利分别为 261/273/288 亿元（22-24 年前值分别为 235/243/258 亿元），对应 PE 6.4/6.1/5.8x，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济增速放缓、房地产恢复不及预期、原材料价格波动风险

### 投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	29.55 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	5,631.41
流通 A 股股本(百万股)	5,587.49
A 股总市值(百万元)	166,408.04
流通 A 股市值(百万元)	165,110.32
每股净资产(元)	17.00
资产负债率(%)	71.50
一年内最高/最低(元)	41.11/28.49

### 作者

**孙谦** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521050004  
sunqiana@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《格力电器-半年报点评:业绩超预期, Q2 盈利能力改善》 2022-09-01
- 《格力电器-公司点评:明确员工持股计划持有期限, 释放中长期激励动能》 2022-07-30
- 《格力电器-公司深度研究:渠道改革初见成效, 多元布局着力景气赛道》 2022-07-20

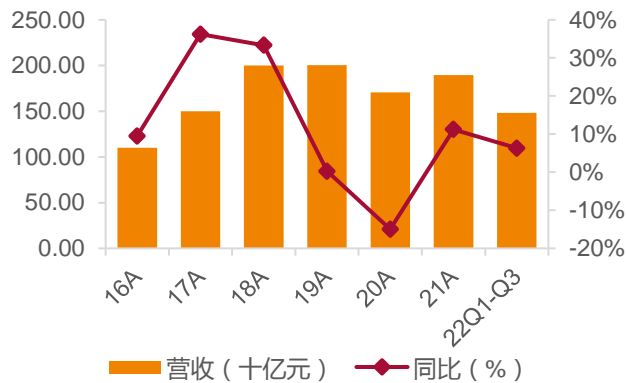
财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	170,497.42	189,654.03	198,448.42	208,370.84	219,831.23
增长率(%)	(14.97)	11.24	4.64	5.00	5.50
EBITDA(百万元)	33,624.90	35,407.27	33,245.18	35,396.24	37,339.36
归属母公司净利润(百万元)	22,175.11	23,063.73	26,099.21	27,311.27	28,832.81
增长率(%)	(10.21)	4.01	13.16	4.64	5.57
EPS(元/股)	3.94	4.10	4.63	4.85	5.12
市盈率(P/E)	7.50	7.22	6.38	6.09	5.77
市净率(P/B)	1.44	1.61	1.38	1.35	1.28
市销率(P/S)	0.98	0.88	0.84	0.80	0.76
EV/EBITDA	6.88	2.77	1.61	(0.08)	0.43

资料来源：wind，天风证券研究所

## 事件

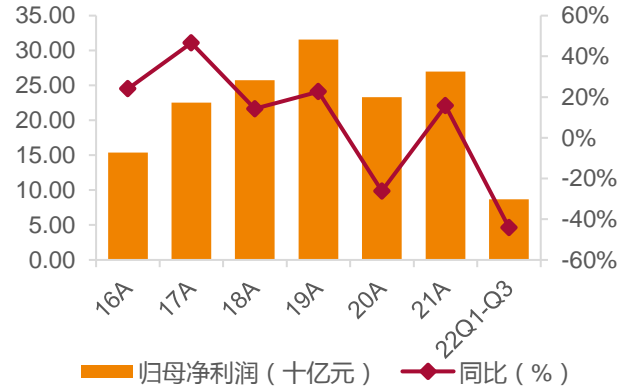
公司公布 22 年三季报。22Q1-Q3：公司实现营业收入 1474.89 亿元，同比+6.77%；归母净利润 183.04 亿元，同比+17%；扣非归母净利润 185.67 亿元，同比+25.77%。22Q3：公司实现营业收入 522.67 亿元，同比+11.01%；归母净利润 68.38 亿元，同比+10.5%；扣非归母净利润 69.59 亿元，同比+16.56%。

图 1：公司营收及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速



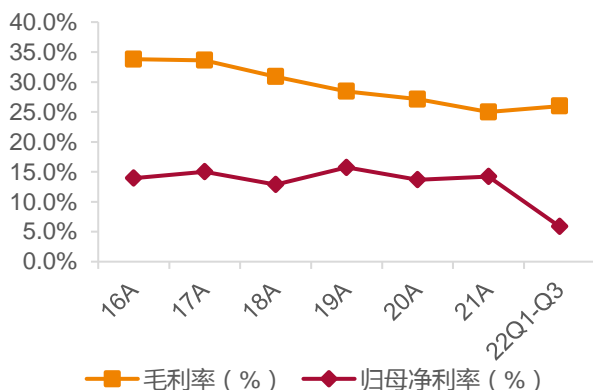
资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计盾安及银隆并表对公司收入业绩产生一定影响。其中根据盾安三季报，还原盾安影响后，格力 Q3 收入+5.5% 业绩+10%；若剔除银隆影响，我们预计公司收入增速应略下降（格力钛 22H1 收入 11.67 亿元，单季度大约 5.8 亿元），业绩增速略上升（格力钛 22H1 净利润归属于格力部分约-2 亿元，单季度大约-1 亿元）

## 炎夏刺激经销商提货意愿，成本下行抬升盈利能力

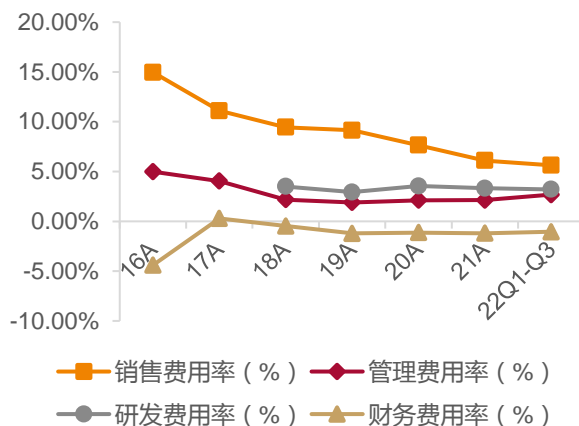
- 收入端：炎夏带动空调动销，根据奥维数据显示，22Q3 格力线上+线下销额同比+5.2%。同时，我们认为三方数据与报表端增速差异或系终端动销滞后于提货所致。
- 利润端：公司 2022 年前三季度公司毛利率为 25.54%，同比+1.41pct，净利率为 11.76%，同比+0.52pct；其中 2022Q3 毛利率为 27.44%，同比+2.5pct，环比+2.45pct，净利率为 12.59%，同比-0.45pct。同时公司 Q3 毛销差同比/环比分别+1.6/+0.8pct，我们预计 Q3 原材料成本下行对空调毛利率提升有一定贡献，而毛销差的继续改善则一定程度上印证了公司渠道改革后效率有所提升。
- 费用端：公司 2022 年前三季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 5.63%、2.68%、3.21%、-1.05%，同比-1.39、+0.57、-0.21、+0.23pct；其中 22Q3 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.53%、2.84%、3.24%、-1.15%，同比+0.59、+0.78、+0.32、+0.08pct。Q3 费用率整体保持稳定，我们预计管理费用率提升或系并表银隆&盾安所致。
- 非经常性科目：22Q3 公司部分非经常性科目损失净额抬升，其中公允价值变动净收益-3.42 亿元（去年同期-0.78 亿元），我们认为或与公司原材料及外汇套保有关；资产减值损失-2.74 亿元（去年同期-0.46 亿元），或与银隆并表后合并其应收账款减值计提有关；对联营企业和合营企业的投资收益-0.49 亿元（去年同期 0.13 亿元），或与股权投资相关个股股价回调有关。

图 3：公司利润水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司费用率水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

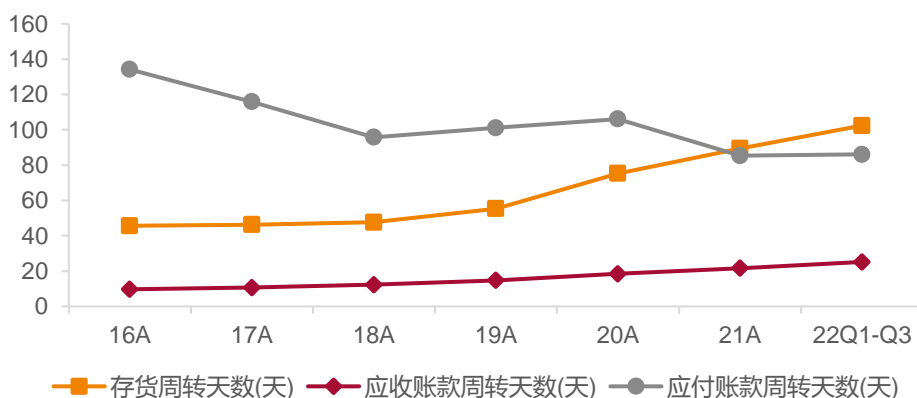
### 合同负债环比提升，其他流动负债环比保持稳定

■资产负债表方面：公司 Q3 期末存货 405.5 亿元，同比+2.2%/环比-5.6%，合同负债 171.5 亿元，同比+45.9%/环比+6.4%（预计与旺季后新冷年渠道回款较好有关），其他流动负债 570.9 亿元，环比+0.2%，利润蓄水池保持稳定。

■现金流量表方面：公司 2022 年前三季度经营活动产生的现金流量净额为 224.59 亿元，同比+247.56%，其中销售商品及提供劳务现金流入 1440.81 亿元，同比+9.54%；其中 2022Q3 经营活动产生的现金流量净额为 93.14 亿元，同比-25.68%，其中销售商品及提供劳务现金流入 524.01 亿元，同比-6.64%。

■我们认为，1）根据奥维数据，7-9 月格力线下市占率分别同比-0.16/+1.26/+0.68pct，公司经历渠道变革后，终端竞争力逐渐有所恢复，经销商提货意愿也随之增强；2）公司财报端表现我们认为或系前期因天气因素经销商库存维持低位，新冷年开盘后经销商回款较好，而提货进度滞后于回款。从而在报表端体现为公司存货环比略有下降；而合同负债经历 Q2 大幅消化后 Q3 环比重新提升，收入端“蓄水池”扩张；同时公司利润端“蓄水池”保持稳定，其他流动负债环比略有上升。

图 5：公司运营能力



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 投资建议

公司作为空调领域龙头企业，在炎夏+成本下行周期影响下，营收业绩增长向好，资产负债表质量进一步提升，远期来看公司收购银隆+盾安逐步打开多元化布局，后续增长可期。根据三季报情况，我们上调公司全年收入增速及毛利率水平，预计公司 22/23/24 年归母净利润分别为 261/273/288 亿元( 22-24 年前值分别为 235/243/258 亿元 )，对应 PE 6.4/6.1/5.8x，维持“买入”评级。

## 风险提示

宏观经济增速放缓、房地产恢复不及预期、原材料价格波动风险

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	136,413.14	116,939.30	116,541.92	172,654.33	151,218.25
应收票据及应收账款	8,738.23	13,840.90	17,924.09	15,429.15	19,758.51
预付账款	3,129.20	4,591.89	1,753.50	5,429.64	2,252.27
存货	27,879.51	42,765.60	37,774.60	32,098.56	25,642.18
其他	37,394.36	46,560.74	46,505.37	43,738.08	45,519.69
<b>流动资产合计</b>	<b>213,554.44</b>	<b>224,698.42</b>	<b>220,499.47</b>	<b>269,349.75</b>	<b>244,390.90</b>
长期股权投资	8,119.84	10,337.01	10,337.01	10,337.01	10,337.01
固定资产	18,990.53	31,188.73	26,867.57	22,546.41	18,225.25
在建工程	4,016.08	6,481.24	6,481.24	6,481.24	6,481.24
无形资产	5,878.29	9,916.97	9,705.65	9,494.33	9,283.02
其他	28,580.20	35,824.59	33,646.73	32,846.71	34,098.52
<b>非流动资产合计</b>	<b>65,584.94</b>	<b>93,748.53</b>	<b>87,038.20</b>	<b>81,705.69</b>	<b>78,425.03</b>
<b>资产总计</b>	<b>279,217.92</b>	<b>319,598.18</b>	<b>307,537.67</b>	<b>351,055.44</b>	<b>322,815.93</b>
短期借款	20,304.38	27,617.92	27,617.92	27,617.92	27,617.92
应付票据及应付账款	53,031.73	76,619.08	54,210.21	85,869.47	57,374.32
其他	73,464.42	77,358.89	89,603.11	97,873.23	91,566.72
<b>流动负债合计</b>	<b>146,800.54</b>	<b>181,595.89</b>	<b>171,431.24</b>	<b>211,360.63</b>	<b>176,558.96</b>
长期借款	1,860.71	8,960.86	8,960.86	8,960.86	8,960.86
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,998.00	5,610.48	2,972.60	3,527.03	4,036.70
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,858.72</b>	<b>14,571.35</b>	<b>11,933.47</b>	<b>12,487.89</b>	<b>12,997.57</b>
<b>负债合计</b>	<b>162,337.44</b>	<b>211,672.73</b>	<b>183,364.70</b>	<b>223,848.52</b>	<b>189,556.53</b>
少数股东权益	1,690.28	4,273.80	3,930.93	3,764.63	3,596.03
股本	6,015.73	5,914.47	5,631.41	5,631.41	5,631.41
资本公积	121.85	125.87	218.33	218.33	218.33
留存收益	106,341.27	105,458.95	113,854.34	119,125.34	126,761.13
其他	2,711.36	(7,847.64)	537.96	(1,532.77)	(2,947.48)
<b>股东权益合计</b>	<b>116,880.49</b>	<b>107,925.45</b>	<b>124,172.96</b>	<b>127,206.92</b>	<b>133,259.40</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>279,217.92</b>	<b>319,598.18</b>	<b>307,537.67</b>	<b>351,055.44</b>	<b>322,815.93</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	22,279.24	22,831.89	26,099.21	27,311.27	28,832.81
折旧摊销	3,588.71	3,644.42	4,532.48	4,532.48	4,532.48
财务费用	(3,117.12)	(2,206.92)	(1,856.52)	(2,018.08)	(2,044.93)
投资损失	(713.01)	(522.06)	(121.17)	(121.17)	(121.17)
营运资金变动	1,393.09	(28,013.57)	(23,301.65)	47,203.39	(30,417.89)
其它	(4,192.27)	6,160.60	(2,260.67)	(874.15)	(734.48)
<b>经营活动现金流</b>	<b>19,238.64</b>	<b>1,894.36</b>	<b>3,091.68</b>	<b>76,033.75</b>	<b>46.82</b>
资本支出	5,858.03	21,456.87	2,637.88	(554.43)	(509.67)
长期投资	1,055.65	2,217.17	0.00	0.00	0.00
其他	(6,815.95)	6,077.94	1,639.21	1,891.15	(1,060.43)
<b>投资活动现金流</b>	<b>97.73</b>	<b>29,751.98</b>	<b>4,277.09</b>	<b>1,336.72</b>	<b>(1,570.10)</b>
债权融资	8,111.54	17,929.18	1,019.66	2,157.55	2,230.90
股权融资	(26,684.39)	(27,266.27)	(8,785.81)	(23,415.62)	(22,143.70)
其他	(2,538.65)	(15,993.49)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(21,111.50)</b>	<b>(25,330.58)</b>	<b>(7,766.15)</b>	<b>(21,258.06)</b>	<b>(19,912.80)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,775.13)</b>	<b>6,315.76</b>	<b>(397.38)</b>	<b>56,112.41</b>	<b>(21,436.08)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>170,497.42</b>	<b>189,654.03</b>	<b>198,448.42</b>	<b>208,370.84</b>	<b>219,831.23</b>
营业成本	124,229.03	142,251.64	145,859.59	151,485.60	158,718.15
营业税金及附加	964.60	1,076.66	1,486.80	1,561.14	1,647.00
销售费用	13,043.24	11,581.74	10,619.50	12,192.33	13,522.40
管理费用	3,603.78	4,051.24	5,535.74	6,437.64	6,791.71
研发费用	6,052.56	6,296.72	6,409.35	6,938.18	7,319.78
财务费用	(1,937.50)	(2,260.20)	(1,856.52)	(2,018.08)	(2,044.93)
资产/信用减值损失	(273.45)	(757.14)	(1,328.06)	(1,062.45)	(1,049.22)
公允价值变动收益	200.15	(58.13)	(1,194.78)	(12.45)	(97.85)
投资净收益	713.01	522.06	121.17	121.17	121.17
其他	(2,141.54)	272.08	(1,334.77)	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>26,043.52</b>	<b>26,677.37</b>	<b>29,327.07</b>	<b>30,820.29</b>	<b>32,851.23</b>
营业外收入	287.16	154.32	60.10	60.10	60.10
营业外支出	21.74	28.45	125.07	125.07	125.07
<b>利润总额</b>	<b>26,308.94</b>	<b>26,803.24</b>	<b>29,262.10</b>	<b>30,755.32</b>	<b>32,786.26</b>
所得税	4,029.70	3,971.34	4,228.77	4,305.74	4,590.08
<b>净利润</b>	<b>22,279.24</b>	<b>22,831.89</b>	<b>25,033.32</b>	<b>26,449.58</b>	<b>28,196.18</b>
少数股东损益	104.13	(231.84)	(1,065.89)	(861.69)	(636.63)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>22,175.11</b>	<b>23,063.73</b>	<b>26,099.21</b>	<b>27,311.27</b>	<b>28,832.81</b>
每股收益(元)	3.94	4.10	4.63	4.85	5.12

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-14.97%	11.24%	4.64%	5.00%	5.50%
营业利润	-12.03%	2.43%	9.93%	5.09%	6.59%
归属于母公司净利润	-10.21%	4.01%	13.16%	4.64%	5.57%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.14%	24.99%	26.50%	27.30%	27.80%
净利率	13.01%	12.16%	13.15%	13.11%	13.12%
ROE	19.25%	22.25%	21.71%	22.12%	22.24%
ROIC	-59.83%	-79.64%	-135.60%	333.79%	-58.01%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.14%	66.23%	59.62%	63.76%	58.72%
净负债率	-97.75%	-73.30%	-64.06%	-106.53%	-85.47%
流动比率	1.35	1.15	1.29	1.27	1.38
速动比率	1.17	0.93	1.07	1.12	1.24
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	19.77	16.80	12.49	12.49	12.49
存货周转率	6.56	5.37	4.93	5.96	7.61
总资产周转率	0.61	0.63	0.63	0.63	0.65
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	3.94	4.10	4.63	4.85	5.12
每股经营现金流	3.42	0.34	0.55	13.50	0.01
每股净资产	20.45	18.41	21.35	21.92	23.03
<b>估值比率</b>					
市盈率	7.50	7.22	6.38	6.09	5.77
市净率	1.44	1.61	1.38	1.35	1.28
EV/EBITDA	6.88	2.77	1.61	-0.08	0.43
EV/EBIT	7.70	3.09	1.87	-0.09	0.48

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com