

# 格力电器 (000651)

证券研究报告

2023年04月30日

## 报表中隐藏的主业高景气

**事件:**2022年:公司实现营业总收入1901.51亿元,同比+0.26%;归母净利润245.07亿元,同比+6.26%;扣非归母净利润239.86亿元,同比+9.78%。公司拟向全体股东每10股派发现金股利10元(含税)。其中,22Q4实现营业总收入418.07亿元,同比-16.56%;归母净利润62.02亿元,同比-16.4%;扣非归母净利润54.19亿元,同比-23.54%。2023Q1:公司实现营业总收入356.92亿元,同比+0.44%;归母净利润41.09亿元,同比+2.65%;扣非归母净利润37.23亿元,同比-1.36%。若剔除盾安并表影响则23Q1公司收入同比-6.4%,归母净利润同比+1.1%。

**22A&22H2:**22年公司空调业务收入1348.59亿元,yoy+2.39%,其中22H2收入661.13亿元,yoy+2.5%。在疫情与炎夏影响下全年保持稳健增长。

**23Q1:**根据产业在线数据,23Q1格力空调内销出货量同比+8.9%(22全年-9.5%);零售端:根据奥维云网数据,年初至今格力空调线上销量增速+20.81%;从23年以来增速来看格力出货及终端零售增长向好,产业在线及奥维云网数据与报表端差异我们预计或由于合同负债“蓄水池”环比高增所致。

**主业的高景气去哪儿了?我们来看格力资产负债表/现金流量表的三大科目:**1)合同负债:22A为149.72亿元,同比-3.4%,23Q1为239.84亿元,环比4Q22+60.2%,同比1Q22+27.5%!2)其他流动负债:22A为577.49亿元,同比-7.5%,23Q1为599.88亿元,环比22A+3.9%,利润蓄水池继续增厚!(需要注意的是,1Q22报表时其他流动负债环减52个亿)。3)经营性现金流:22年全年经营活动产生的现金流量净额为286.68亿元,同比+1413.35%,其中销售商品及提供劳务现金流入1917.23亿元,同比+13.01%;23年Q1经营活动产生的现金流量净额为150.65亿元,同比+343.84%,其中销售商品及提供劳务现金流入559.6亿元,同比+60.17%(大幅高于收入,对应合同负债环比大幅提高)。

我们认为环比来看公司收入“蓄水池”合同负债科目23Q1大幅增长,对应23Q1销售商品收到现金同幅度增长的同时收入端并未反映相同趋势;同时公司利润“蓄水池”其他流动负债23Q1环比亦有增长,积蓄后续增长动能。

**空调行业23展望:**根据产业在线数据,空调行业5月排产同比去年实绩+14%,6月+13.5%,预计Q2在天气转热带动C端需求,空调行业整体维持较高景气度。我们预计进入Q2后随着C端需求回暖复苏,龙头品牌份额有望提升。

**投资建议:**公司是空调领域龙头企业,Q1空调行业高景气下,公司收入利润端虽未直观反映,但“蓄水池”科目实现较大幅度扩张,后续增长动能强劲,根据公司年报及一季报情况我们上调公司费用率水平,预计23-25年归母净利润分别为260/276/295亿元(23-24年前值分别为273/288亿元),对应PE分别为8.5x/8x/7.5x,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、运营风险

### 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	39.34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)	5,592.14
A股总市值(百万元)	221,539.50
流通A股市值(百万元)	219,994.74
每股净资产(元)	18.10
资产负债率(%)	72.22
一年内最高/最低(元)	42.62/28.49

### 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-季报点评:扣非业绩表现亮眼,优质报表提供后续增长势能》2022-11-03
- 《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

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	189,654.03	190,150.67	205,358.90	216,653.64	228,569.59
增长率(%)	11.24	0.26	8.00	5.50	5.50
EBITDA(百万元)	35,407.27	37,880.52	33,572.99	35,010.04	37,998.60
归属母公司净利润(百万元)	23,063.73	24,506.62	25,967.76	27,630.41	29,513.79
增长率(%)	4.01	6.26	5.96	6.40	6.82
EPS(元/股)	4.10	4.35	4.61	4.91	5.24
市盈率(P/E)	9.61	9.04	8.53	8.02	7.51
市净率(P/B)	2.14	2.29	2.10	1.90	1.66
市销率(P/S)	1.17	1.17	1.08	1.02	0.97
EV/EBITDA	2.77	1.73	3.26	1.63	1.48

资料来源:wind, 天风证券研究所

## 事件

2022 年：公司实现营业总收入 1901.51 亿元，同比+0.26%；归母净利润 245.07 亿元，同比+6.26%；扣非归母净利润 239.86 亿元，同比+9.78%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 10 元（含税）。其中，22Q4 实现营业总收入 418.07 亿元，同比-16.56%；归母净利润 62.02 亿元，同比-16.4%；扣非归母净利润 54.19 亿元，同比-23.54%。

2023Q1：公司实现营业总收入 356.92 亿元，同比+0.44%；归母净利润 41.09 亿元，同比+2.65%；扣非归母净利润 37.23 亿元，同比-1.36%。若剔除盾安并表影响则 23Q1 公司收入同比-6.4%，归母净利润同比+1.1%。

## 空调主业方面

**22A&22H2**：22 年公司空调业务收入 1348.59 亿元，yoy+2.39%，其中 22H2 收入 661.13 亿元，yoy+2.5%。在疫情与炎夏影响下全年保持稳健增长。

**23Q1**：根据产业在线数据，23Q1 格力空调内销出货量同比+8.9%（22 全年-9.5%）；零售端：根据奥维云网数据，年初至今格力空调线上销量增速+20.81%；从 23 年以来增速来看格力出货及终端零售增长向好，产业在线及奥维云网数据与报表端差异我们预计或由于合同负债“蓄水池”环比高增所致。

**主业的高景气去哪儿了？我们来看格力资产负债表/现金流量表的三大科目：**

**1) 合同负债**：22A 为 149.72 亿元，同比-3.4%，23Q1 为 239.84 亿元，环比 4Q22+60.2%，同比 1Q22+27.5%！

**2) 其他流动负债**：22A 为 577.49 亿元，同比-7.5%，23Q1 为 599.88 亿元，环比 22A+3.9%，利润蓄水池继续增厚！（需要注意的是，1Q22 报表时其他流动负债环减 52 个亿）。

**3) 经营性现金流**：22 年全年经营活动产生的现金流量净额为 286.68 亿元，同比+1413.35%，其中销售商品及提供劳务现金流入 1917.23 亿元，同比+13.01%；23 年 Q1 经营活动产生的现金流量净额为 150.65 亿元，同比+343.84%，其中销售商品及提供劳务现金流入 559.6 亿元，同比+60.17%（大幅高于收入，对应合同负债环比大幅提高）。

我们认为环比来看公司收入“蓄水池”合同负债科目 23Q1 大幅增长，对应 23Q1 销售商品收到现金同幅度增长的同时收入端并未反映相同趋势；同时公司利润“蓄水池”其他流动负债 23Q1 环比亦有增长，积蓄后续增长动能。

## 其他业务

22A 工业制品收入同比+137.88%（22H2 同比+47.5%），生活电器收入同比-6.43%（22H2 同比-10.5%），绿色能源同比+61.69%（22H2 同比-4.5%），智能装备收入同比-49.63%（22H2 同比-64.8%）。预计工业制品和绿色能源同比高增主要系并表盾安所致。

## 利润方面

公司 2022 年毛利率为 26.04%，同比+1.76pct，净利率为 12.18%，同比+0.03pct。公司 2022 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 5.94%、2.77%、3.3%、-1.16%，同比-0.17、+0.63、-0.02、+0.03pct。公司 2023 年 Q1 毛利率为 27.42%，同比+3.76pct，净利率为 11.01%，同比+0.85pct。公司 2023 年 Q1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.3%、4.08%、4.3%、

-1.55%，同比+1.81、+0.59、+0.58、+0.04pct。

## 空调行业 23 展望

根据产业在线数据，空调行业 5 月排产同比去年实绩+14%，6 月+13.5%，预计 Q2 在天气转热带动 C 端需求，空调行业整体维持较高景气度。我们预计进入 Q2 后随着 C 端需求回暖复苏，龙头品牌份额有望提升。

## 投资建议

公司是空调领域龙头企业，Q1 空调行业高景气下，公司收入利润端虽未直观反映，但“蓄水池”科目实现较大幅度扩张，后续增长动能强劲，根据公司年报及一季报情况我们上调公司费用率水平，预计 23-25 年归母净利润分别为 260/276/295 亿元（23-24 年前值分别为 273/288 亿元），对应 PE 分别为 8.5x/8x/7.5x，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、运营风险

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	116,939.30	157,484.33	159,672.87	207,499.51	208,052.17
应收票据及应收账款	13,840.90	14,831.56	10,566.28	16,228.44	12,039.99
预付账款	4,591.89	2,344.67	5,100.13	2,940.50	5,299.02
存货	42,765.60	38,314.18	57,359.98	28,044.17	46,237.64
其他	46,560.74	41,117.56	41,834.91	44,641.34	42,652.06
<b>流动资产合计</b>	<b>224,698.42</b>	<b>254,092.30</b>	<b>274,534.17</b>	<b>299,353.96</b>	<b>314,280.88</b>
长期股权投资	10,337.01	5,892.29	5,892.29	5,892.29	5,892.29
固定资产	31,188.73	33,817.02	31,530.06	29,111.68	26,561.89
在建工程	6,481.24	5,966.68	5,966.68	5,966.68	5,966.68
无形资产	9,916.97	11,621.85	11,220.40	10,818.95	10,417.49
其他	35,824.59	42,586.88	36,585.56	38,703.29	39,282.76
<b>非流动资产合计</b>	<b>93,748.53</b>	<b>99,884.72</b>	<b>91,194.98</b>	<b>90,492.89</b>	<b>88,121.11</b>
<b>资产总计</b>	<b>319,598.18</b>	<b>355,024.76</b>	<b>365,729.15</b>	<b>389,846.85</b>	<b>402,402.00</b>
短期借款	27,617.92	52,895.85	52,895.85	52,895.85	52,895.85
应付票据及应付账款	76,619.08	71,465.97	75,878.29	78,772.38	82,460.66
其他	77,358.89	77,037.78	91,348.27	101,376.61	94,363.84
<b>流动负债合计</b>	<b>181,595.89</b>	<b>201,399.60</b>	<b>220,122.40</b>	<b>233,044.83</b>	<b>229,720.36</b>
长期借款	8,960.86	30,784.24	30,784.24	30,784.24	30,784.24
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5,610.48	5,992.53	4,533.67	5,378.90	5,301.70
<b>非流动负债合计</b>	<b>14,571.35</b>	<b>36,776.77</b>	<b>35,317.91</b>	<b>36,163.14</b>	<b>36,085.94</b>
<b>负债合计</b>	<b>211,672.73</b>	<b>253,148.71</b>	<b>255,440.32</b>	<b>269,207.97</b>	<b>265,806.30</b>
少数股东权益	4,273.80	5,117.31	4,574.25	3,905.40	3,237.10
股本	5,914.47	5,631.41	5,631.41	5,631.41	5,631.41
资本公积	125.87	496.10	218.33	218.33	218.33
留存收益	105,458.95	93,699.19	102,599.59	115,433.87	130,959.81
其他	(7,847.64)	(3,067.97)	(2,734.75)	(4,550.12)	(3,450.94)
<b>股东权益合计</b>	<b>107,925.45</b>	<b>101,876.05</b>	<b>110,288.83</b>	<b>120,638.88</b>	<b>136,595.70</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>319,598.18</b>	<b>355,024.76</b>	<b>365,729.15</b>	<b>389,846.85</b>	<b>402,402.00</b>

  

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	22,831.89	23,011.34	25,967.76	27,630.41	29,513.79
折旧摊销	3,644.42	4,969.95	5,316.71	5,448.12	5,579.54
财务费用	(2,206.92)	(3,022.82)	(2,134.82)	(2,200.60)	(2,180.73)
投资损失	(522.06)	(86.88)	(440.65)	(440.65)	(440.65)
营运资金变动	(28,013.57)	(8,127.10)	(7,488.05)	35,798.71	(19,591.58)
其它	6,160.60	11,923.95	(1,651.62)	(1,596.25)	(1,459.41)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,894.36</b>	<b>28,668.44</b>	<b>19,569.33</b>	<b>64,639.75</b>	<b>11,420.96</b>
资本支出	21,456.87	4,913.53	4,087.15	1,783.07	2,705.49
长期投资	2,217.17	(4,444.72)	0.00	0.00	0.00
其他	6,077.94	(37,525.64)	(7,880.43)	(5,124.21)	(3,273.31)
<b>投资活动现金流</b>	<b>29,751.98</b>	<b>(37,056.83)</b>	<b>(3,793.28)</b>	<b>(3,341.14)</b>	<b>(567.82)</b>
债权融资	17,929.18	48,308.12	2,383.03	2,368.45	1,986.10
股权融资	(27,266.27)	(747.00)	(15,970.55)	(15,840.41)	(12,286.58)
其他	(15,993.49)	(37,638.32)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(25,330.58)</b>	<b>9,922.79</b>	<b>(13,587.52)</b>	<b>(13,471.97)</b>	<b>(10,300.49)</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>6,315.76</b>	<b>1,534.40</b>	<b>2,188.53</b>	<b>47,826.64</b>	<b>552.66</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>189,654.03</b>	<b>190,150.67</b>	<b>205,358.90</b>	<b>216,653.64</b>	<b>228,569.59</b>
营业成本	142,251.64	139,784.39	150,528.07	157,290.54	164,570.11
营业税金及附加	1,076.66	1,612.24	1,745.55	1,841.56	1,942.84
销售费用	11,581.74	11,285.45	13,348.33	14,732.45	15,771.30
管理费用	4,051.24	5,268.00	5,750.05	6,932.92	7,314.23
研发费用	6,296.72	6,281.39	6,783.79	7,149.57	7,542.80
财务费用	(2,260.20)	(2,206.76)	(2,134.82)	(2,200.60)	(2,180.73)
资产/信用减值损失	(757.14)	(1,383.05)	(804.55)	(670.82)	(952.81)
公允价值变动收益	(58.13)	(343.58)	(67.18)	(156.30)	(189.02)
投资净收益	522.06	86.88	440.65	440.65	440.65
其他	272.08	2,481.60	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>26,677.37</b>	<b>27,284.10</b>	<b>28,906.85</b>	<b>30,520.74</b>	<b>32,907.87</b>
营业外收入	154.32	59.81	59.81	59.81	59.81
营业外支出	28.45	126.52	126.52	126.52	126.52
<b>利润总额</b>	<b>26,803.24</b>	<b>27,217.38</b>	<b>28,840.14</b>	<b>30,454.02</b>	<b>32,841.16</b>
所得税	3,971.34	4,206.04	4,456.81	4,263.56	4,597.76
<b>净利润</b>	<b>22,831.89</b>	<b>23,011.34</b>	<b>24,383.33</b>	<b>26,190.46</b>	<b>28,243.40</b>
少数股东损益	(231.84)	(1,495.28)	(1,584.43)	(1,439.95)	(1,270.39)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>23,063.73</b>	<b>24,506.62</b>	<b>25,967.76</b>	<b>27,630.41</b>	<b>29,513.79</b>
每股收益(元)	4.10	4.35	4.61	4.91	5.24

  

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.24%	0.26%	8.00%	5.50%	5.50%
营业利润	2.43%	2.27%	5.95%	5.58%	7.82%
归属于母公司净利润	4.01%	6.26%	5.96%	6.40%	6.82%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.99%	26.49%	26.70%	27.40%	28.00%
净利率	12.16%	12.89%	12.65%	12.75%	12.91%
ROE	22.25%	25.33%	24.56%	23.67%	22.13%
ROIC	-79.64%	-122.34%	-114.42%	-385.26%	-55.41%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.23%	71.30%	69.84%	69.05%	66.05%
净负债率	-73.30%	-72.19%	-68.45%	-102.08%	-90.70%
流动比率	1.15	1.18	1.25	1.28	1.37
速动比率	0.93	1.00	0.99	1.16	1.17
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	16.80	13.26	16.17	16.17	16.17
存货周转率	5.37	4.69	4.29	5.07	6.15
总资产周转率	0.63	0.56	0.57	0.57	0.58
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	4.10	4.35	4.61	4.91	5.24
每股经营现金流	0.34	5.09	3.48	11.48	2.03
每股净资产	18.41	17.18	18.77	20.73	23.68
<b>估值比率</b>					
市盈率	9.61	9.04	8.53	8.02	7.51
市净率	2.14	2.29	2.10	1.90	1.66
EV/EBITDA	2.77	1.73	3.26	1.63	1.48
EV/EBIT	3.09	1.99	3.88	1.93	1.73

### 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