

格力电器 (000651.SZ)

2023年中报点评：空调毛利率大幅提升，合同负债创新高

买入

核心观点

二季度营收增长小幅加速，盈利有所改善。公司2023年上半年实现营收997.9亿/+4.2%，归母净利润126.7亿/+10.5%，扣非归母净利润120.7亿/+3.9%。其中Q2收入641亿/+6.3%，归母净利润85.6亿/+14.8%，扣非归母净利润83.4亿/+6.5%。Q2在高温天气等因素的提振下，空调需求持续旺盛，公司收入增速环比提升；盈利在空调毛利率大幅提升的助推下迎来改善。

空调行业上半年高景气，公司合同负债规模创新高。据产业在线统计，2023H1我国家用空调销售9824万台，同比增长13%，其中内外销同比分别+25%/-1%；Q2内外销较Q1均有明显改善，同比分别+30%/+4%。预计格力空调终端需求同样处于较好水平。从报表端看，公司H1空调收入同比增长1.8%至700亿元，与行业数据的差异预计主要系收入确认及渠道库存的扰动。合同负债及销售费用等依然反映出公司空调需求的高景气：1)公司H1末合同负债余额达到290亿，同比/环比分别+80%/+21%；2)H1销售费用同比增长71%，主要系产品安装维修费增长，其中Q2增长96%；3)H1经营性现金流量净额达到309亿，同比+135%，其中Q2同比增长62%至158亿，规模及增速均大于净利润。后续随着合同负债逐步转化为收入，公司有望保持持续稳健的增长。

工业领域增长较快。H1公司工业制品收入增长90.0%至54.9亿，智能装备收入增长23.7%至2.5亿，绿色能源收入增长51.3%至29.2亿，其中格力钛收入增长23.3%至14.4亿，利润同比减亏4.9亿至亏损1.7亿；公司工业板块增长相对较快。H1生活电器同比持平至21.8亿，表现相对稳健。

空调毛利率明显提升，盈利持续修复。公司毛利率实现持续提升，Q2毛利率+4.5pct至29.5%，H1空调毛利率+5.8pct至35.7%，预计主要受原材料成本下降等因素利好。公司销售费用率受安装维修费大幅增长而有所提升，Q2同比+4.1pct至9.1%，其余费用基本稳定，管理/研发/财务费用率分别+0.4/+0.3/-1.0pct至2.4%/3.1%/-1.7%。公司Q2归母净利率同比+1.0pct至13.4%，盈利表现实现持续改善。

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：维持盈利预测，维持“买入”评级。

维持盈利预测，预计2023-2025年归母净利润为273/296/318亿，同比增长11%/9%/7%；EPS=4.84/5.25/5.64元，对应PE=8/7/7x。公司空调主业领先优势稳固，新零售渠道改革及数字化建设稳步推进，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	189,654	190,151	204,192	218,426	231,234
(+/-%)	11.2%	0.3%	7.4%	7.0%	5.9%
净利润(百万元)	23064	24507	27268	29586	31759
(+/-%)	4.0%	6.3%	11.3%	8.5%	7.3%
每股收益(元)	3.90	4.35	4.84	5.25	5.64
EBIT Margin	12.9%	13.6%	14.0%	14.3%	14.5%
净资产收益率 (ROE)	22.3%	25.3%	26.3%	27.0%	27.4%
市盈率 (PE)	9.4	8.4	7.6	7.0	6.5
EV/EBITDA	15.3	14.9	14.2	13.3	12.5
市净率 (PB)	2.09	2.14	1.99	1.89	1.78

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

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

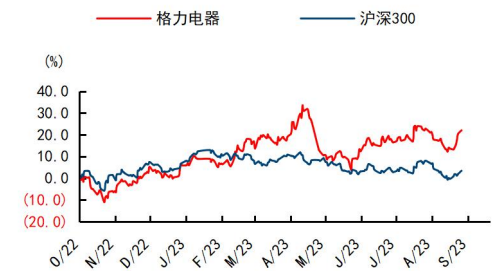
zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	37.21元
总市值/流通市值	209545/208083百万元
52周最高价/最低价	42.62/28.49元
近3个月日均成交额	1194.03百万元

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)-2022年报&2023年一季报点评：经营稳健盈利提升，一季度合同负债创新高彰显行业景气》——2023-05-05

《格力电器(000651.SZ)-2022年三季报点评：三季度经营回暖，毛利率加速改善》——2022-11-03

《格力电器(000651.SZ)-2022年中报点评：内外销稳健增长，二季度扣非利润大增40%》——2022-09-05

《格力电器(000651.SZ)-2021年年报&2022年一季报点评：股息回报可观，一季度盈利回升》——2022-05-04

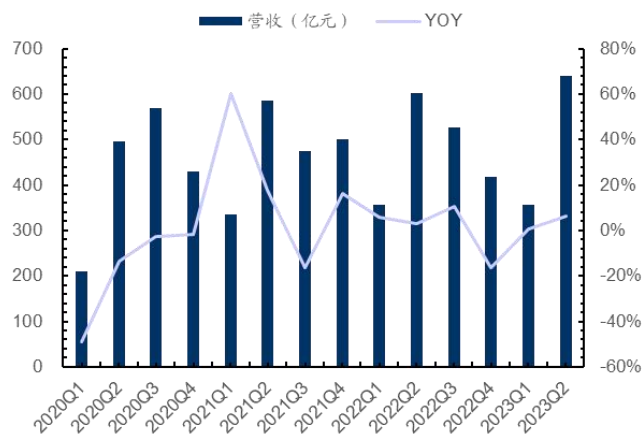
《格力电器-000651-事件快评：明确分红强化信心，稳分红+高股息带来稳回报》——2022-01-26

图1: 公司营业收入及增速



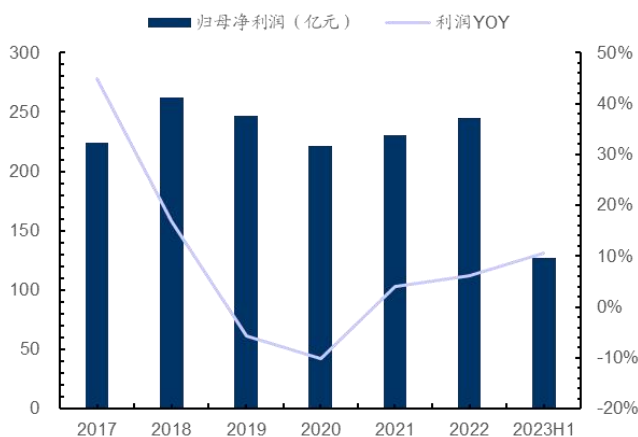
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



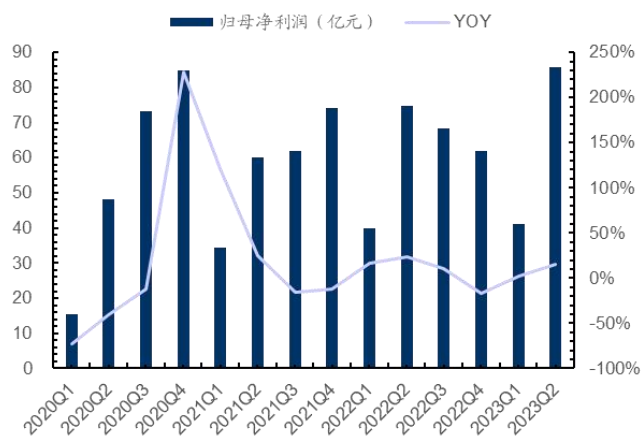
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



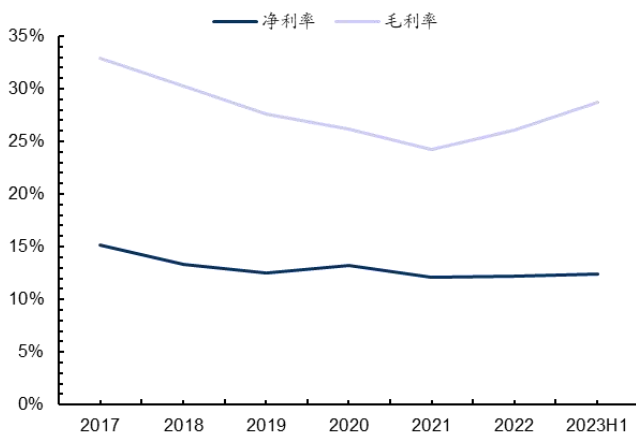
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



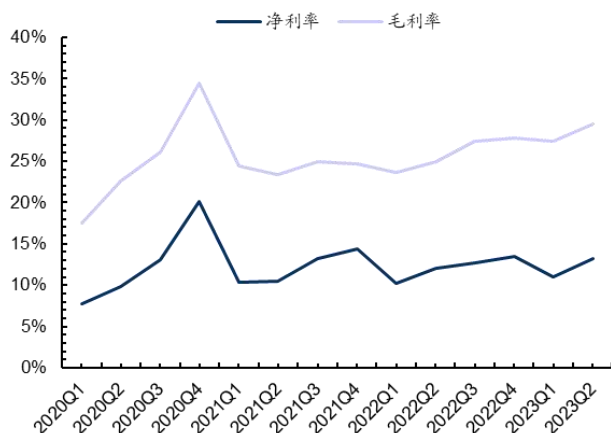
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



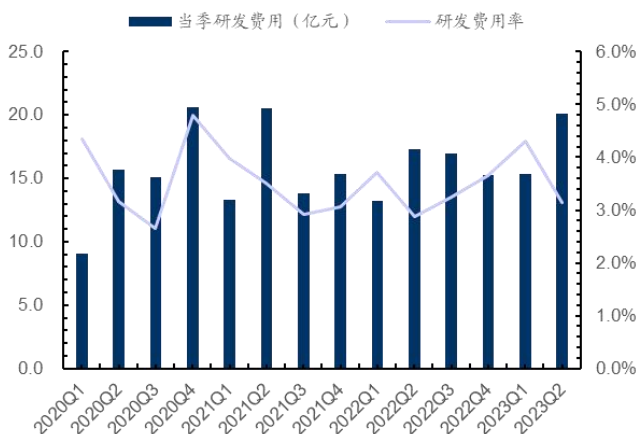
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率



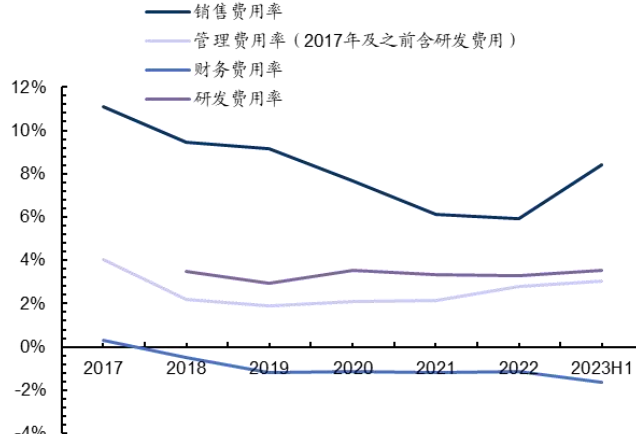
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司研发费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用情况



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 亿元	EPS				PE				PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
000651.SZ	格力电器	36.69	2,066	4.35	4.84	5.25	5.64	8.4	7.6	7.0	6.5	0.8	买入
600690.SH	海尔智家	24.25	2,164	1.56	1.79	2.06	2.36	15.6	13.5	11.8	10.3	0.9	买入
000333.SZ	美的集团	57.93	4,068	4.22	4.72	5.22	5.61	13.7	12.3	11.1	10.3	1.2	买入
000921.SZ	海信家电	24.41	314	1.05	1.84	2.07	2.25	23.2	13.3	11.8	10.8	0.5	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	116939	157484	169113	180902	194118	营业收入	189654	190151	204192	218426	231234
应收款项	14174	15635	13986	14362	14571	营业成本	142252	139784	148774	158934	167908
存货净额	42766	38314	33274	34684	36176	营业税金及附加	1077	1612	1225	1468	1554
其他流动资产	40937	36526	43768	45308	47315	销售费用	11582	11285	12864	13542	14105
流动资产合计	225850	255140	268759	284735	302039	管理费用	10348	11549	12716	13352	14108
固定资产	37670	39784	39226	38606	37598	财务费用	(2260)	(2207)	(2107)	(2226)	(2479)
无形资产及其他	9917	11622	11157	10692	10227	投资收益	522	87	301	194	247
投资性房地产	35825	42587	42587	42587	42587	资产减值及公允价值变动	(815)	(1727)	(872)	(788)	(1129)
长期股权投资	10337	5892	5502	4629	2726	其他收入	314	798	0	0	0
资产总计	319598	355025	367230	381249	395177	营业利润	26677	27284	30148	32762	35156
短期借款及交易性金融负债	28873	53151	49640	43720	41991	营业外净收支	126	(67)	30	(19)	6
应付款项	76619	71466	73438	81904	85186	利润总额	26803	27217	30178	32743	35162
其他流动负债	91609	91755	99036	104798	111011	所得税费用	3971	4206	4567	4956	5335
流动负债合计	197101	216372	222113	230423	238188	少数股东损益	(232)	(1495)	(1658)	(1799)	(1932)
长期借款及应付债券	8961	30784	30784	30784	30784	归属于母公司净利润	23064	24507	27268	29586	31759
其他长期负债	5610	5993	6054	6205	6404	现金流量表 (百万元)					
长期负债合计	14571	36777	36838	36990	37188	净利润	23064	24507	27268	29586	31759
负债合计	211673	253149	258951	267413	275376	资产减值准备	484	(757)	0	0	0
少数股东权益	4274	5117	4703	4343	3957	折旧摊销	3644	4970	4137	4575	4873
股东权益	103652	96759	103576	109493	115845	公允价值变动损失	815	1727	872	788	1129
负债和股东权益总计	319598	355025	367230	381249	395177	财务费用	(2260)	(2207)	(2107)	(2226)	(2479)
关键财务与估值指标						营运资本变动	5879	(4744)	8775	11055	5984
每股收益	3.90	4.35	4.84	5.25	5.64	其它	(539)	389	(414)	(360)	(386)
每股红利	2.97	3.28	3.63	4.20	4.51	经营活动现金流	33347	26091	40637	45645	43359
每股净资产	17.53	17.18	18.39	19.44	20.57	资本开支	(17810)	(4226)	(4000)	(4279)	(4530)
ROIC	16%	15%	14%	15%	16%	其它投资现金流	(10663)	3852	(1436)	(862)	(379)
ROE	22%	25%	26%	27%	27%	投资活动现金流	(30689)	4071	(5046)	(4268)	(3006)
毛利率	25%	26%	27%	27%	27%	权益性融资	(589)	32	0	0	0
EBIT Margin	13%	14%	14%	14%	15%	负债净变化	7100	21823	0	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	16%	16%	17%	支付股利、利息	(17547)	(18469)	(20451)	(23669)	(25407)
收入增长	11%	0%	7%	7%	6%	其它融资现金流	(650)	3643	(3511)	(5919)	(1730)
净利润增长率	4%	6%	11%	9%	7%	融资活动现金流	(22132)	10384	(23962)	(29588)	(27137)
资产负债率	68%	73%	72%	71%	71%	现金净变动	(19474)	40545	11629	11789	13216
息率	8.5%	8.9%	9.9%	11.5%	12.3%	货币资金的期初余额	136413	116939	157484	169113	180902
P/E	9.4	8.4	7.6	7.0	6.5	货币资金的期末余额	116939	157484	169113	180902	194118
P/B	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8	企业自由现金流	12496	17913	33193	37770	34796
EV/EBITDA	15.3	14.9	14.2	13.3	12.5	权益自由现金流	18946	43380	31470	33740	35168

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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