

Q1 合同负债高增，后续动能充足

格力电器 (000651)

事件概述

公司发布 2022 年报及 2023 年一季报。22A：收入 1901.51 亿元 (YOY+0.26%)，归母净利润 245.07 亿元 (YOY+6.26%)，扣非归母净利润 239.86 亿元 (YOY+9.78%)。

22Q4：收入 418.07 亿元 (YOY-16.56%)，归母净利润 62.02 亿元 (YOY-16.4%)，扣非归母净利润 54.19 亿元 (YOY-23.54%)。

23Q1：收入 356.92 亿元 (YOY+0.44%)，归母净利润 41.09 亿元 (YOY+2.65%)，扣非归母净利润 37.23 亿元 (YOY-1.36%)。

分红：22 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 10 元，加总中期分红，则 22 年分红率为 45.50%。

分析判断

收入端：22 年空调主业稳健增长，盾安并表带动工业制品高增。分产品看，空调/生活电器/工业制品/智能装备/绿色能源实现收入同比分别为 +2.39%/-6.43%/+137.88%/-49.63%/+61.69%。公司为空调龙头，在行业承压背景下稳健增长，表现出强竞争力。工业制品高增主要系盾安并表。

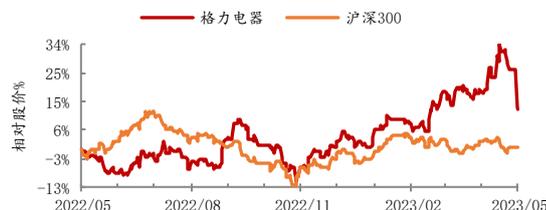
23Q1：剔除盾安并表影响，收入增速为-6.43%，表观增速低于市场预期。合同负债高增表明行业需求回暖大背景下，经销商打款积极，后续增长动能充足。合同负债 22 年末为 149.72 亿元，同比-3.4%，23Q1 为 239.84 亿元，环比+60.2%，同比+27.5%，对应 23Q1 销售商品、提供劳务收到现金科目同比+60.2%。根据产业在线数据，23Q1 空调销量有明显回暖，同比+6%，其中内销量同比+19%，考虑到公司产品、品牌、渠道多维度优势突出，我们判断实际经营情况或好于报表端。

业绩端：毛利率提升，盈利水平改善。22 年公司整体毛利率同比提升 1.76pct 至 26.04%，其中空调主业毛利率同比提升 1.21pct，主要系 1) 收入结构调整，低毛利其他业务收入占比下滑 4pct；2) 原材料价格下行，H2 毛利率明显好于 H1；3) 空调均价提升，根据奥维数据，22 年格力品牌空调线上/线下提价幅度分别为 5%/8%。23Q1 公司毛利率维持相对高位 27.42%。

费用率方面，22 年期间费用率微增 0.46pct，23Q1 增加 3.01pct，其中销售/管理/研发费用率同比分别 +1.80pct/+0.59pct/+0.58pct，其中管理费用率增加我们判断主要系盾安并表所致。综合影响下，22 年公司实现归母净利率 12.89%，同比+0.73pct；23Q1 为 11.51%，同比+0.24pct。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	35.15
股票代码：	000651
52 周最高价/最低价：	42.62/28.49
总市值(亿)	1,979.44
自由流通市值(亿)	1,965.64
自由流通股数(百万)	5,592.14



分析师：陈玉卢
邮箱：chenyl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120522090001
联系电话：

联系人：李琳
邮箱：lilin1@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

投资建议

公司为空调龙头，渠道改革已见成效，叠加行业景气回升，有望充分受益。我们预计 23-25 年公司收入分别为 2059.93/2168.27/2277.47 亿元，同比分别增长 8.33%/5.26%/5.04%。毛利率方面，考虑到均价提升、大宗价格回落，预计 23-25 年毛利率稳步提升。对应 23-25 年归母净利润分别 269.80/285.37/299.87 亿元，同比分别增长 10.09%/5.77%/5.08%，相应 EPS 分别为 4.79/5.07/5.32 元，以 23 年 5 月 5 日收盘价 35.15 元计算，对应 PE 分别为 7.34/6.94/6.60 倍。可比公司 23 年平均 PE 为 14.21 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

终端需求恢复不及预期；渠道改革不及预期；市场竞争加剧。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	1,897	1,902	2,060	2,168	2,277
YoY (%)	11.2%	0.3%	8.3%	5.3%	5.0%
归母净利润(亿元)	231	245	270	285	300
YoY (%)	4.0%	6.3%	10.1%	5.8%	5.1%
毛利率 (%)	24.3%	26.0%	26.8%	27.0%	27.2%
每股收益 (元)	4.04	4.43	4.79	5.07	5.32
ROE	22.3%	25.3%	22.8%	19.5%	17.0%
市盈率	8.70	7.93	7.34	6.94	6.60

资料来源：wind，华西证券

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 分析判断.....	4
3. 投资建议.....	4
4. 风险提示.....	5

图表目录

图 1 可比公司估值表	5
-------------------	---

1. 事件概述

公司发布 2022 年报及 2023 年一季报。22A：收入 1901.51 亿元 (YOY+0.26%)，归母净利润 245.07 亿元 (YOY+6.26%)，扣非归母净利润 239.86 亿元 (YOY+9.78%)。

22Q4：收入 418.07 亿元 (YOY-16.56%)，归母净利润 62.02 亿元 (YOY-16.4%)，扣非归母净利润 54.19 亿元 (YOY-23.54%)。

23Q1：收入 356.92 亿元 (YOY+0.44%)，归母净利润 41.09 亿元 (YOY+2.65%)，扣非归母净利润 37.23 亿元 (YOY-1.36%)。

分红：22 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 10 元，加总中期分红，则 22 年分红率为 45.50%。

2. 分析判断

收入端：22 年空调主业稳健增长，盾安并表带动工业制品高增。分产品看，空调/生活电器/工业制品/智能装备/绿色能源实现收入同比分别为 +2.39%/-6.43%/+137.88%/-49.63%/+61.69%。公司为空调龙头，在行业承压背景下稳健增长，表现出强竞争力。工业制品高增主要系盾安并表。

23Q1：剔除盾安并表影响，收入增速为-6.43%，表观增速低于市场预期。合同负债高增表明行业需求回暖大背景下，经销商打款积极，后续增长动能充足。合同负债 22 年末为 149.72 亿元，同比-3.4%，23Q1 为 239.84 亿元，环比+60.2%，同比+27.5%，对应 23Q1 销售商品、提供劳务收到现金科目同比+60.2%。根据产业在线数据，23Q1 空调销量有明显回暖，同比+6%，其中内销量同比+19%，考虑到公司产品、品牌、渠道多维度优势突出，我们判断实际经营情况或好于报表端。

业绩端：毛利率提升，盈利水平改善。22 年公司整体毛利率同比提升 1.76pct 至 26.04%，其中空调主业毛利率同比提升 1.21pct，主要系 1) 收入结构调整，低毛利其他业务收入占比下滑 4pct；2) 原材料价格下行，H2 毛利率明显好于 H1；3) 空调均价提升，根据奥维数据，22 年格力品牌空调线上/线下提价幅度分别为 5%/8%。23Q1 公司毛利率维持相对高位 27.42%。

费用率方面，22 年期间费用率微增 0.46pct，23Q1 增加 3.01pct，其中销售/管理/研发费用率同比分别+1.80pct/+0.59pct/+0.58pct，其中管理费用率增加我们判断主要系盾安并表所致。综合影响下，22 年公司实现归母净利率 12.89%，同比+0.73pct；23Q1 为 11.51%，同比+0.24pct。

3. 投资建议

公司为空调龙头，渠道改革已见成效，叠加行业景气回升，有望充分受益。我们预计 23-25 年公司收入分别为 2059.93/2168.27/2277.47 亿元，同比分别增长 8.33%/5.26%/5.04%。毛利率方面，考虑到均价提升、大宗价格回落，预计 23-25 年毛利率稳步提升。对应 23-25 年归母净利润分别 269.80/285.37/299.87 亿元，同比分别增长 10.09%/5.77%/5.08%，相应 EPS 分别为 4.79/5.07/5.32 元，以 23 年 5 月 5 日收盘价 35.15 元计算，对应 PE 分别为 7.34/6.94/6.60 倍。可比公司 23 年平均 PE 为 14.21 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 1 可比公司估值表

	股票名称	股价(元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
	海尔智家	22.60	1.82	2.08	2.29	12.41	10.86	9.85
	美的集团	55.33	4.75	5.25	5.78	11.66	10.55	9.57
	海信家电	24.00	1.29	1.54	1.78	18.57	15.61	13.49
	平均数					14.21	12.34	10.97
	格力电器	35.15	4.79	5.07	5.32	7.34	6.94	6.60

资料来源：wind(2023 年 5 月 5 日收盘价，其中美的集团、海信家电 EPS 预测为 WIND 一致预期)，华西证券

4. 风险提示

终端需求恢复不及预期；渠道改革不及预期；市场竞争加剧。

财务报表和主要财务比率

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,902	2,060	2,168	2,277	净利润	230	261	274	288
YoY (%)	0.3%	8.3%	5.3%	5.0%	折旧和摊销	50	99	113	122
营业成本	1,399	1,507	1,582	1,657	营运资金变动	41	40	-68	98
营业税金及附加	16	15	16	17	经营活动现金流	287	416	332	520
销售费用	113	130	144	158	资本开支	-60	-149	-156	-146
管理费用	53	51	55	58	投资	-85	9	13	16
财务费用	-22	-6	-11	-14	投资活动现金流	-371	-137	-140	-127
研发费用	63	70	73	76	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-10	0	0	0	债务募资	420	-151	-21	-19
投资收益	1	4	3	3	筹资活动现金流	99	-227	-37	-34
营业利润	273	307	323	339	现金净流量	18	53	155	359
营业外收支	-1	0	0	0					
利润总额	272	307	323	339	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	42	47	49	52	成长能力				
净利润	230	261	274	288	营业收入增长率	0.3%	8.3%	5.3%	5.0%
归属于母公司净利润	245	270	285	300	净利润增长率	6.3%	10.1%	5.8%	5.1%
YoY (%)	6.3%	10.1%	5.8%	5.1%	盈利能力				
每股收益	4.43	4.79	5.07	5.32	毛利率	26.0%	26.8%	27.0%	27.2%
					净利率	13.0%	13.1%	13.2%	13.2%
					总资产收益率 ROA	6.9%	7.4%	7.2%	7.0%
资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	25.3%	22.8%	19.5%	17.0%
货币资金	1,575	1,628	1,783	2,142	偿债能力				
预付款项	23	35	36	36	流动比率	1.18	1.27	1.38	1.50
存货	383	409	444	453	速动比率	0.95	1.01	1.11	1.23
其他流动资产	570	546	623	603	现金比率	0.73	0.79	0.85	0.99
流动资产合计	2,551	2,617	2,885	3,234	资产负债率	71.3%	66.6%	62.1%	58.6%
长期股权投资	59	46	28	8	经营效率				
固定资产	338	358	367	361	总资产周转率	0.56	0.57	0.57	0.55
无形资产	116	139	163	185	每股指标 (元)				
非流动资产合计	999	1,040	1,070	1,078	每股收益	4.43	4.79	5.07	5.32
资产合计	3,550	3,658	3,955	4,312	每股净资产	17.18	20.98	26.04	31.37
短期借款	529	378	357	338	每股经营现金流	5.09	7.39	5.89	9.24
应付账款及票据	715	784	802	871	每股股利	2.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	920	904	931	950	估值分析				
流动负债合计	2,164	2,067	2,090	2,159	PE	7.93	7.34	6.94	6.60
长期借款	308	308	308	308	PB	1.88	1.69	1.36	1.13
其他长期负债	60	60	60	60					
非流动负债合计	368	368	368	368					
负债合计	2,531	2,434	2,458	2,527					
股本	56	56	56	56					
少数股东权益	51	42	31	18					
股东权益合计	1,019	1,223	1,497	1,785					
负债和股东权益合计	3,550	3,658	3,955	4,312					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

李琳：家电行业分析师，同济大学金融硕士，2022年12月加入华西证券，曾任职国金证券，担任家电行业研究员。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。