

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
人民币 42.12 人民币 52.96个 +25.7%

2024年4月30日

格力电器 (000651 CH)

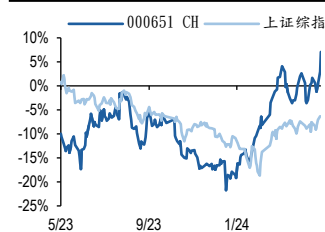
2023 年利润超预期，空调业务盈利能力提升显著，上调目标价

- ⊕ **2023 年利润超预期，净利润率达 6 年最高。**格力电器 2023 年/2024 年 1 季度销售额同比增 7.8%/2.5%至 2,050 亿/366 亿元（人民币，下同），归母净利润同比增 18.4%/13.8%至 290 亿/46.7 亿元。2023 年毛利率/营业利润率/归母净利润率分别提升 4.5/1.7/1.4 个百分点至 30.4%/16.1%/13.6%，其中归母净利润率为近 6 年最高。盈利能力的提升延续至今年 1 季度，毛利率/营业利润率/归母净利润率均提升约 2 个百分点。公司宣布每 10 股以现金分红形式派息 23.8 元，派息率维持于约 45%。
- ⊕ **空调业务稳健增长，2023 年下半年表现优异。**2023 年公司空调业务收入 1,512 亿元，同比增 12.1%，规模近 5 年新高，仅次于 2018 年的 1,557 亿。2023 上/下半年公司空调业务分别同比增 1.8%/22.8%，下半年空调收入 812 亿，为历史高位。根据 Euromonitor 的数据，2023 年公司市场份额达 31.2%，为市场首位，龙头地位保证了产品结构升级的进程。格力家用空调内销量为 2,979 万台（数据来源：产业在线），同比增约 4%，因此剩余约 8 个百分点的收入增速由均价提升所拉动，并有望于今年持续呈现较大的正面作用。2023 年空调业务毛利率大幅提升 4.6 个百分点至 37%，上/下半年分别为 35.7%/38.2%。
- ⊕ **其他业务分部增速加快，内外销明显改善。**工业制品/智能装备/绿色能源业务营收达 100 亿/6.7 亿/71 亿，同比高双位数增长，合计贡献总营收的 8%，而生活电器和其他业务（原材料销售）则呈双位数下滑。分地区来看，内销于上/下半年分别实现约 10%/20%增速，而外销分别为-7%/27%，均呈现明显提速趋势。鉴于消费情绪仍处恢复时期，公司营销费用投入有所增大，2023 年营销费用率同比提升 2.4 个百分点至 8.4%，我们预计 2024 年保持类似投入趋势。
- ⊕ **上调至买入评级，目标价上调至 52.96 元。**尽管空调市场或面临高基数压力，凭借优质的产品力和具竞争力的市场地位，辅之以旧换新政策的逐步落地，应给予公司营收正面作用。考虑到公司利润率的改善幅度可抵消营销费用率的上升幅度，我们预期格力电器 2024 年可维持双位数的利润增速。上调目标价至 52.96 元（前为 37.63 元），对应 9.0 倍 2024-25 年平均市盈率（前为 7.2 倍 2024 年市盈率）和 0.8 倍 PEG。

个股评级

买入↑

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	42.12
52周低位(人民币)	30.80
市值(百万人民币)	236,455.36
日均成交量(百万)	98.06
年初至今变化(%)	30.93
200天平均价(人民币)	35.57

资料来源: FactSet

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

吕浩江, CFA, CESGA

edward.lui@bocomgroup.com
(852) 3766 1809

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	190,151	205,018	217,759	232,487	248,564
同比增长(%)	0.3	7.8	6.2	6.8	6.9
净利润(百万人民币)	23,011	27,811	30,770	33,571	36,708
每股盈利(人民币)	4.43	5.22	5.63	6.14	6.71
同比增长(%)	9.7	17.8	7.8	9.1	9.3
前EPS预测值(人民币)			5.23	5.87	
调整幅度(%)			7.7	4.6	
市盈率(倍)	9.5	8.1	7.5	6.9	6.3
每股账面净值(人民币)	14.09	16.63	18.07	19.67	
市账率(倍)	2.99	2.53	2.33	2.14	
股息率(%)	4.7	5.5	6.0	6.6	7.2

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

2024 年 4 月 30 日

格力电器 (000651 CH)

图表 1: 格力电器 (000651 CH) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
291 HK	华润啤酒	买入	35.75	43.90	22.8%	2024 年 03 月 19 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	11.16	15.60	39.8%	2024 年 02 月 29 日	啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	16.30	21.50	31.9%	2024 年 03 月 27 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	9.15	12.30	34.4%	2023 年 09 月 05 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	28.29	33.20	17.4%	2023 年 08 月 30 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.26	3.40	-20.2%	2024 年 04 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	13.93	17.60	26.3%	2023 年 08 月 30 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	10.28	10.40	1.2%	2023 年 08 月 24 日	乳业
9633 HK	农夫山泉	买入	45.90	58.68	27.8%	2024 年 03 月 27 日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	76.20	116.00	52.2%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
000651 CH	格力电器	买入	40.51	52.96	30.7%	2024 年 04 月 30 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	68.20	93.24	36.7%	2024 年 04 月 30 日	家电
6690 HK	海尔智家	买入	27.10	35.71	31.8%	2024 年 03 月 29 日	家电
1044 HK	恒安国际	买入	26.45	33.85	28.0%	2024 年 03 月 22 日	个护家清
3331 HK	维达国际	中性	23.45	19.20	-18.1%	2023 年 07 月 21 日	个护家清
9922 HK	九毛九	买入	5.05	9.90	96.0%	2024 年 02 月 19 日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	89.35	135.00	51.1%	2024 年 03 月 27 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	20.90	21.00	0.5%	2024 年 03 月 20 日	运动品牌
6110 HK	滔搏国际	买入	5.42	7.20	32.8%	2023 年 10 月 24 日	体育用品经销商
3813 HK	宝胜国际	买入	0.66	1.46	121.2%	2023 年 08 月 15 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 4 月 29 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	190,151	205,018	217,759	232,487	248,564
主营业务成本	(139,784)	(141,624)	(149,727)	(158,374)	(167,796)
毛利	50,366	63,395	68,031	74,114	80,768
销售及管理费用	(16,553)	(23,672)	(25,478)	(27,898)	(30,573)
研发费用	(6,281)	(6,762)	(7,186)	(7,672)	(8,203)
经营利润	27,531	32,961	35,368	38,543	41,992
财务成本净额	2,207	3,527	2,613	2,790	2,983
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	(2,521)	(3,579)	(1,553)	(1,590)	(1,517)
税前利润	27,217	32,908	36,428	39,743	43,458
税费	(4,206)	(5,097)	(5,658)	(6,173)	(6,750)
非控股权益	1,495	1,298	923	1,007	1,101
净利润	23,011	27,811	30,770	33,571	36,708
作每股收益计算的净利润	24,507	29,109	31,693	34,578	37,809

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	157,484	124,105	144,535	143,018	177,399
应收账款及票据	14,832	16,187	14,057	27,403	16,924
存货	38,314	32,579	42,371	36,907	47,087
其他流动资产	44,510	55,270	55,305	57,441	56,030
总流动资产	255,140	228,141	256,268	264,768	297,441
投资物业	635	633	633	633	633
物业、厂房及设备	33,817	34,035	32,843	30,477	24,701
其他有形资产	5,967	6,564	7,064	7,564	6,429
无形资产	11,622	10,828	11,228	11,528	11,528
合资企业/联营公司投资	4,669	3,865	3,865	3,865	3,865
其他长期资产	43,175	83,988	84,988	85,988	86,988
总长期资产	99,885	139,913	140,621	140,055	134,145
总资产	355,025	368,054	396,888	404,823	431,586
短期贷款	52,896	26,443	26,443	26,443	26,443
应付账款	71,466	64,888	72,362	72,814	80,999
其他短期负债	92,010	109,651	121,827	119,062	126,849
总流动负债	216,372	200,983	220,632	218,319	234,292
长期贷款	30,784	39,036	39,036	39,036	39,036
长期应付账款	105	27	27	27	27
其他长期负债	5,888	7,362	7,362	7,362	7,362
总长期负债	36,777	46,424	46,424	46,424	46,424
总负债	253,149	247,408	267,056	264,744	280,716
股本	5,631	5,631	5,631	5,631	5,631
储备及其他资本项目	91,127	111,162	121,272	132,526	144,417
股东权益	96,759	116,794	126,903	138,157	150,049
非控股权益	5,117	3,852	2,929	1,922	821
总权益	101,876	120,646	129,832	140,079	150,870

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	23,011	27,719	30,770	33,571	36,708
折旧及摊销	4,970	0	0	0	0
营运资本变动	1,950	(2,611)	6,437	(7,657)	12,090
利息调整	(3,023)	(3,527)	(2,613)	(2,790)	(2,983)
其他经营活动现金流	1,760	(875)	6,244	(3,949)	6,195
经营活动现金流	28,668	20,706	40,838	19,174	52,011
资本开支	6,036	5,171	5,500	4,500	0
投资活动	6,898	217	218	232	249
其他投资活动现金流	(49,991)	(58,833)	(12,000)	(10,000)	(1,000)
投资活动现金流	(37,057)	(53,446)	(6,282)	(5,268)	(751)
负债净变动	60,908	87,010	0	0	0
权益净变动	32	0	0	0	0
股息	18,469	13,142	14,262	15,560	17,014
其他融资活动现金流	(69,486)	1,291	(28,524)	(31,120)	(34,028)
融资活动现金流	9,923	14,433	(14,262)	(15,560)	(17,014)
汇率收益/损失	269	136	136	136	136
年初现金	116,939	157,484	124,105	144,535	143,018
年末现金	157,484	124,105	144,535	143,018	177,399

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	4.430	5.220	5.628	6.140	6.714
全面摊薄每股收益	4.430	5.220	5.628	6.140	6.714
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	NA
每股股息	1.994	2.334	2.533	2.763	3.021
每股账面值	14.086	16.630	18.070	19.672	NA
利润率分析 (%)					
毛利率	26.5	30.9	31.2	31.9	32.5
EBITDA利润率	17.1	16.1	16.2	16.6	16.9
EBIT利润率	14.5	16.1	16.2	16.6	16.9
净利率	12.1	13.6	14.1	14.4	14.8
盈利能力 (%)					
ROA	6.8	7.7	8.0	8.4	8.8
ROE	21.9	25.0	24.6	24.9	25.2
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3
存货周转天数	90.6	105.9	91.4	91.4	91.4
应收账款周转天数	21.6	27.3	27.4	25.0	32.1
应付账款周转天数	164.1	190.7	173.3	165.0	165.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极觅速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、長久股份有限公司、乐思集团有限公司及出门问问有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。