

格力电器 (000651)

证券研究报告

2024年10月31日

业绩以稳步增长度过行业底部，Q4 迎以旧换新拉动

事件：公司2024年前三季度实现营业收入1474.16亿元，同比-5.39%，归母净利润219.61亿元，同比+9.3%；其中2024Q3实现营业收入471.3亿元，同比-15.87%，归母净利润78.25亿元，同比+5.47%。

收入下降主要来自业务结构调整，3Q 空调出货亦有需求压力但以旧换新或将带动四季度出货

分业务看，公司24年前三季度主营业务收入为1322亿元同比增长2.9%，其他业务收入为145.2亿元同比下降45.3%（连续三年收缩）。其中24Q3核心主营收入同比-10%，收入占比第二大的其他业务收入同比-48%。我们认为主要由于二季度较差的零售，可能使得经销商在开盘补库上较为谨慎；与去年同期大旺季相比，本年开盘后经销商补库意愿较弱，可能使公司在Q3实际出货水平较弱。随着Q4以旧换新在全国范围落地，公司出货和终端销售呈现环比改善。根据奥维数据显示，24W40-42（9/30-10/20）格力空调线上/下销额同比+129%/+175%，后续随着双十一大促的平台折扣叠加国补，Q4收入业绩或有一定保障。

收入业绩蓄水池基本保持稳定

其他流动负债：24年前三季度其他流动负债为617.52亿元，同比-1.6%，环比-0.76%。

合同负债：24年前三季度合同负债为108.76亿元，同比-54.1%，环比-22.9%。合同负债和其他流动负债延续24H1中报趋势。公司近年来线上电商业务收入占比的提升也将使合同负债有所减少。其他流动负债同环比变化不大，公司蓄水池基本保持稳定。

销售费用率：24年前三季度公司销售费用率为6.9%，同比-1.6pct，渠道变革全国推广可能收到一定成效，费用率同比显著降低。

存货：24年前三季度公司存货为253.37亿元，同比-24.6%。参考历史存货情况，24Q1/24H1存货同比分别为-15.6%/-23.2%，存货持续下降。

所得税：24Q3营业利润同比增速10.18%，归母同比增速5.47%，差异主要受实际所得税率影响，24Q3实际所得税率提升6pct至21%。

经营性现金流的变化

24Q3经营活动产生的现金流量净额为75.9亿元，同比-13.1%，环比-5.86%。从销售商品、提供劳务收到的现金情况看，24Q3为386.02亿元，同比-12.5%，收到的现金规模与收入相匹配。

投资建议：Q3为国内白电行业短期内压力较大时刻，公司在出货端保持稳健，四季度随着以旧换新推进，国内空调行业零售增速显著提升，公司空调业务亦有望迎来拐点。根据公司的三季报，我们适当下调了其他业务的收入增速，我们预计24-26年公司归母净利润分别为310/329/347亿元（前值313/332/352亿元），对应PE为7.9x/7.4x/7.0x，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；公司运营风险。

| 财务数据和估值 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 190,150.67 | 205,018.12 | 200,627.57 | 207,522.04 | 216,852.83 |
| 增长率(%) | 0.26 | 7.82 | (2.14) | 3.44 | 4.50 |
| EBITDA(百万元) | 37,880.52 | 46,038.24 | 40,989.69 | 42,732.54 | 44,601.93 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 24,506.62 | 29,017.39 | 31,020.64 | 32,911.07 | 34,675.10 |
| 增长率(%) | 6.26 | 18.41 | 6.90 | 6.09 | 5.36 |
| EPS(元/股) | 4.38 | 5.18 | 5.54 | 5.88 | 6.19 |
| 市盈率(P/E) | 9.94 | 8.40 | 7.85 | 7.40 | 7.03 |
| 市净率(P/B) | 2.52 | 2.09 | 1.87 | 1.77 | 1.69 |
| 市销率(P/S) | 1.28 | 1.19 | 1.21 | 1.17 | 1.12 |
| EV/EBITDA | 1.73 | 1.14 | 3.01 | 3.05 | 3.18 |

资料来源：wind，天风证券研究所

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 | 43.5元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 5,601.41 |
| 流通A股股本(百万股) | 5,515.45 |
| A股总市值(百万元) | 243,661.15 |
| 流通A股市值(百万元) | 239,921.91 |
| 每股净资产(元) | 22.44 |
| 资产负债率(%) | 65.05 |
| 一年内最高/最低(元) | 52.73/30.78 |

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:核心空调业务强势增长，公司业绩增速亮眼》2024-09-01
- 《格力电器-公司点评:员工激励常态化，出海+多元化推动公司未来发展》2024-08-05
- 《格力电器-年报点评报告:扣非净利润亮眼，蓄水池再度增厚，每股分红提升》2024-05-01

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金 | 157,484.33 | 124,104.99 | 124,636.70 | 128,274.01 | 126,586.58 |
| 应收票据及应收账款 | 14,831.56 | 16,186.82 | 15,021.92 | 17,835.74 | 16,860.71 |
| 预付账款 | 2,344.67 | 2,492.65 | 2,236.18 | 2,633.71 | 2,447.67 |
| 存货 | 38,314.18 | 32,579.14 | 24,624.40 | 26,430.85 | 18,645.91 |
| 其他 | 41,117.56 | 51,938.91 | 58,700.83 | 70,231.55 | 80,445.20 |
| 流动资产合计 | 254,092.30 | 227,302.50 | 225,220.03 | 245,405.86 | 244,986.08 |
| 长期股权投资 | 5,892.29 | 4,488.97 | 3,588.97 | 2,838.97 | 2,288.97 |
| 固定资产 | 33,817.02 | 34,034.83 | 31,530.93 | 28,359.65 | 24,791.67 |
| 在建工程 | 5,966.68 | 6,563.91 | 5,189.23 | 3,849.92 | 3,104.95 |
| 无形资产 | 11,621.85 | 10,827.69 | 10,369.32 | 9,910.94 | 9,452.56 |
| 其他 | 42,586.88 | 83,997.19 | 74,807.24 | 59,772.19 | 48,418.02 |
| 非流动资产合计 | 99,884.72 | 139,912.59 | 125,485.68 | 104,731.66 | 88,056.16 |
| 资产总计 | 355,024.76 | 368,053.90 | 350,705.71 | 350,137.52 | 333,042.24 |
| 短期借款 | 52,895.85 | 26,443.48 | 26,443.48 | 26,443.48 | 26,443.48 |
| 应付票据及应付账款 | 71,465.97 | 64,888.49 | 49,518.59 | 44,737.26 | 29,024.72 |
| 其他 | 77,037.78 | 96,062.56 | 95,816.41 | 94,087.26 | 87,306.30 |
| 流动负债合计 | 201,399.60 | 187,394.53 | 171,778.48 | 165,268.00 | 142,774.49 |
| 长期借款 | 30,784.24 | 39,035.74 | 39,035.74 | 39,035.74 | 39,035.74 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 5,992.53 | 7,388.71 | 6,330.57 | 5,000.00 | 4,000.00 |
| 非流动负债合计 | 36,776.77 | 46,424.45 | 45,366.32 | 44,035.74 | 43,035.74 |
| 负债合计 | 253,148.71 | 247,407.75 | 217,144.80 | 209,303.74 | 185,810.24 |
| 少数股东权益 | 5,117.31 | 3,852.44 | 3,204.19 | 2,951.03 | 2,749.04 |
| 股本 | 5,631.41 | 5,631.41 | 5,601.41 | 5,601.41 | 5,601.41 |
| 资本公积 | 496.10 | 1,352.52 | 1,675.44 | 1,675.44 | 1,675.44 |
| 留存收益 | 93,699.19 | 113,942.78 | 128,096.08 | 134,678.29 | 141,613.31 |
| 其他 | (3,067.97) | (4,132.99) | (5,016.20) | (4,072.39) | (4,407.19) |
| 股东权益合计 | 101,876.05 | 120,646.15 | 133,560.92 | 140,833.78 | 147,232.00 |
| 负债和股东权益总计 | 355,024.76 | 368,053.90 | 350,705.71 | 350,137.52 | 333,042.24 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 净利润 | 23,011.34 | 27,719.02 | 31,020.64 | 32,911.07 | 34,675.10 |
| 折旧摊销 | 4,969.95 | 5,283.33 | 5,404.04 | 5,497.43 | 5,574.86 |
| 财务费用 | (3,022.82) | (3,910.05) | (2,664.50) | (2,799.26) | (2,996.76) |
| 投资损失 | (86.88) | (217.16) | (275.37) | (275.37) | (275.37) |
| 营运资金变动 | (8,127.10) | (11,305.71) | (15,025.42) | (4,507.06) | (10,578.23) |
| 其它 | 11,923.95 | 38,828.99 | (1,408.83) | (1,230.49) | (848.33) |
| 经营活动现金流 | 28,668.44 | 56,398.43 | 17,050.56 | 29,596.32 | 25,551.27 |
| 资本支出 | 4,913.53 | 2,297.86 | 2,125.22 | 1,859.03 | 1,803.53 |
| 长期投资 | (4,444.72) | (1,403.32) | (900.00) | (750.00) | (550.00) |
| 其他 | (37,525.64) | (41,911.75) | 1,382.04 | (2,115.21) | (2,601.78) |
| 投资活动现金流 | (37,056.83) | (41,017.22) | 2,607.26 | (1,006.18) | (1,348.25) |
| 债权融资 | 48,308.12 | 5,675.83 | (2,441.02) | (580.45) | 1,376.47 |
| 股权融资 | (6,360.85) | (13,350.83) | (16,685.08) | (24,372.39) | (27,266.92) |
| 其他 | (32,024.48) | (8,682.81) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | 9,922.79 | (16,357.82) | (19,126.11) | (24,952.84) | (25,890.45) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 1,534.40 | (976.61) | 531.72 | 3,637.31 | (1,687.43) |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 营业收入 | 190,150.67 | 205,018.12 | 200,627.57 | 207,522.04 | 216,852.83 |
| 营业成本 | 139,784.39 | 141,625.55 | 137,288.50 | 141,383.78 | 147,523.96 |
| 营业税金及附加 | 1,612.24 | 2,114.18 | 2,006.28 | 2,075.22 | 2,168.53 |
| 销售费用 | 11,285.45 | 17,129.64 | 15,247.70 | 15,564.15 | 16,263.96 |
| 管理费用 | 5,268.00 | 6,542.16 | 5,521.55 | 5,810.62 | 6,071.88 |
| 研发费用 | 6,281.39 | 6,762.14 | 6,620.71 | 6,848.23 | 7,156.14 |
| 财务费用 | (2,206.76) | (3,526.52) | (2,664.50) | (2,799.26) | (2,996.76) |
| 资产/信用减值损失 | (1,383.05) | (3,317.62) | (1,819.27) | (1,455.42) | (1,218.55) |
| 公允价值变动收益 | (343.58) | 437.58 | 11.96 | 35.32 | 161.62 |
| 投资净收益 | 86.88 | 217.16 | 275.37 | 275.37 | 275.37 |
| 其他 | 2,481.60 | 4,169.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 27,284.10 | 32,864.78 | 35,075.40 | 37,494.57 | 39,883.56 |
| 营业外收入 | 59.81 | 128.37 | 59.81 | 59.81 | 59.81 |
| 营业外支出 | 126.52 | 177.45 | 126.52 | 126.52 | 126.52 |
| 利润总额 | 27,217.38 | 32,815.70 | 35,008.69 | 37,427.86 | 39,816.85 |
| 所得税 | 4,206.04 | 5,096.68 | 5,408.84 | 5,782.60 | 6,151.70 |
| 净利润 | 23,011.34 | 27,719.02 | 29,599.84 | 31,645.26 | 33,665.15 |
| 少数股东损益 | (1,495.28) | (1,298.36) | (1,420.79) | (1,265.81) | (1,009.95) |
| 归属于母公司净利润 | 24,506.62 | 29,017.39 | 31,020.64 | 32,911.07 | 34,675.10 |
| 每股收益(元) | 4.38 | 5.18 | 5.54 | 5.88 | 6.19 |

| 主要财务比率 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|----------|----------|----------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 0.26% | 7.82% | -2.14% | 3.44% | 4.50% |
| 营业利润 | 2.27% | 20.45% | 6.73% | 6.90% | 6.37% |
| 归属于母公司净利润 | 6.26% | 18.41% | 6.90% | 6.09% | 5.36% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 26.49% | 30.92% | 31.57% | 31.87% | 31.97% |
| 净利率 | 12.89% | 14.15% | 15.46% | 15.86% | 15.99% |
| ROE | 25.33% | 24.84% | 23.80% | 23.87% | 24.00% |
| ROIC | -122.34% | -125.28% | -229.42% | 290.68% | 126.60% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 71.30% | 67.22% | 61.92% | 59.78% | 55.79% |
| 净负债率 | -72.19% | -31.51% | -32.69% | -35.98% | -34.37% |
| 流动比率 | 1.18 | 1.14 | 1.31 | 1.48 | 1.72 |
| 速动比率 | 1.00 | 0.97 | 1.17 | 1.32 | 1.59 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 13.26 | 13.22 | 12.86 | 12.63 | 12.50 |
| 存货周转率 | 4.69 | 5.78 | 7.01 | 8.13 | 9.62 |
| 总资产周转率 | 0.56 | 0.57 | 0.56 | 0.59 | 0.63 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 4.38 | 5.18 | 5.54 | 5.88 | 6.19 |
| 每股经营现金流 | 5.12 | 10.07 | 3.04 | 5.28 | 4.56 |
| 每股净资产 | 17.27 | 20.85 | 23.27 | 24.62 | 25.79 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 9.94 | 8.40 | 7.85 | 7.40 | 7.03 |
| 市净率 | 2.52 | 2.09 | 1.87 | 1.77 | 1.69 |
| EV/EBITDA | 1.73 | 1.14 | 3.01 | 3.05 | 3.18 |
| EV/EBIT | 1.99 | 1.29 | 3.47 | 3.50 | 3.63 |

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 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 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 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |