

## 格力电器 (000651 CH, 买入, 目标价: RMB51.75)

买入

持有

卖出

### 经销商持股平台增持释放积极信号

目标价: RMB51.75 当前股价: RMB41.69

股价上行/下行空间 +24%

52 周最高/最低价 (RMB) 52.73/36.74

市值 (US\$mn) 32,020

当前发行数量(百万股) 5,601

三个月平均日交易额 (US\$mn) 266

流通盘占比 (%) 98

主要股东 (%)

珠海明骏投资合伙企业 ( 有限合伙) 16

香港中央结算有限公司 10

京海互联网科技发展有限公司 7

按 2025 年 3 月 4 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

评级 现值 原值 变动

目标价 (RMB) 51.75 51.75 N/A

2024E EPS (RMB) 5.81 5.81 N/A

2025E EPS (RMB) 6.09 6.09 N/A

2026E EPS (RMB) 6.48 6.48 N/A

2024E EPS (RMB) 5.81 5.81 N/A

2025E EPS (RMB) 6.09 6.09 N/A

2026E EPS (RMB) 6.48 6.48 N/A

2024E EPS (RMB) 5.81 5.81 N/A

2025E EPS (RMB) 6.09 6.09 N/A

2026E EPS (RMB) 6.48 6.48 N/A

2024E EPS (RMB) 5.81 5.81 N/A

2025E EPS (RMB) 6.09 6.09 N/A

2026E EPS (RMB) 6.48 6.48 N/A

2024E EPS (RMB) 5.81 5.81 N/A

2025E EPS (RMB) 6.09 6.09 N/A

2026E EPS (RMB) 6.48 6.48 N/A

2024E EPS (RMB) 5.81 5.81 N/A

2025E EPS (RMB) 6.09 6.09 N/A

2026E EPS (RMB) 6.48 6.48 N/A

2024E EPS (RMB) 5.81 5.81 N/A

2025E EPS (RMB) 6.09 6.09 N/A

2026E EPS (RMB) 6.48 6.48 N/A

2024E EPS (RMB) 5.81 5.81 N/A

2025E EPS (RMB) 6.09 6.09 N/A

2026E EPS (RMB) 6.48 6.48 N/A

2024E EPS (RMB) 5.81 5.81 N/A

2025E EPS (RMB) 6.09 6.09 N/A

2026E EPS (RMB) 6.48 6.48 N/A

2024E EPS (RMB) 5.81 5.81 N/A

2025E EPS (RMB) 6.09 6.09 N/A

2026E EPS (RMB) 6.48 6.48 N/A

2024E EPS (RMB) 5.81 5.81 N/A

2025E EPS (RMB) 6.09 6.09 N/A

2026E EPS (RMB) 6.48 6.48 N/A

2024E EPS (RMB) 5.81 5.81 N/A

2025E EPS (RMB) 6.09 6.09 N/A

2026E EPS (RMB) 6.48 6.48 N/A

• 预计 2024 年营收同比持平, 归母净利润同比增长~12%;

• 经销商持股平台增持释放积极信号, 格力前期股价偏弱也提供了更好的布局机会;

• 维持盈利预测与买入评级, 维持 51.75 元目标价, 对应 8.5 倍 2025 年 P/E。

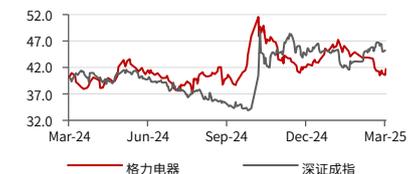
**预计格力 2024 年营收同比持平, 归母净利润同比增长 12%:** 国补政策推出后, 空调内需受到明显拉动, 格力 4Q24 线上与线下零售量分别同比增长~30%/84%, 内销+出口出货量同比增长~11% (AVC 与产业在线数据), 由此我们预计格力 4Q24 主营业务营收同比双位数增长。在以大宗原材料采购与调拨为主的其他业务营收继续下滑~35%预期下, 我们预计格力 2024 全年营收同比持平 2,040 亿元; 随利润率较低的其他业务营收占比进一步下降, 我们预计格力归母净利润同比增长 12.2%。

格力发布公告, 经销商持股平台京海互联拟未来 6 个月通过自有资金和金融机构专项增持贷款 (共 10.5-21.0 亿元) 增持格力股份。格力自 2020 年起推动渠道变革, 缩小渠道层级并收回销司利润, 京海也因此于 2020/22 年减持。如今京海再次增持我们认为不仅意味着格力初步理顺与经销商的利益分配, 还有望短期内派发 24 年中期股息, 我们对未来 4 月末期股息预案同样抱有偏乐观预期, 预计格力股息率有望进一步提升至 6%。此外, 增持计划也代表了经销商对今年出货的偏乐观预期。在今年国补更新为每位消费者至多可购买 3 台空调 vs 冰洗仍 1 台后, 直观体现至零售端—8W25 空调行业线上/线下内销零售量分别同比+9%/+42% vs 冰箱线上/线下分别-5%/+1% vs 洗衣机线上/线下分别+9%/+7%。作为内销占比高达~85%的空调双寡头之一, 格力显著受益, 8W25 线上/线下内销零售量分别同比+33%/+50%。诚然空调市场已步入成熟期, 本轮所刺激需求大概率透支未来, 但结合空调相比冰洗淡季差异更明显的产品属性, 以及相当消费者替换受高温而非单纯降价驱动的消费行为, 我们认为格力中短期出货依旧颇具确定性, 更何况还能借助销售返利平滑报表。

在剔除 383 亿元净现金与 1,114 亿元现金后 (截至 3Q24), 当前格力市值分别对应 5.7/3.6x 2025 年 P/E; 考虑格力 TTM P/E 已降至 7.6x, 处于过去两年半交易区间下限 vs 美的 14.6x (过去两年半大部分时间介于 11x-15x) / 海尔 13.1x (过去两年半大部分时间介于 12x-17x), 在 24 年中期股息即将派发、4 月底也将公布 24 年度利润分配预案 & 未来 3 年股东回报规划, 且 4Q24 & 1Q25 业绩有望超预期之下, 我们认为格力前期股价偏弱也提供了更好的布局机会。

**盈利预测与估值: 维持盈利预测与买入评级, 维持 51.75 元的目标价, 对应 8.5 倍 2025 年 P/E:** 我们预计格力 2024 年营收同比持平于 2,040 亿元, 预计 2025-26 年营收分别同比增长 4.0%/4.7%至 2,121/2,221 亿元; 预计 2024-26 年归母净利润分别同比增长 12.2%/4.7%/6.4%至 326/341/363 亿元。我们继续给予格力 8.5 倍 2025 年 P/E, 维持目标价 51.75 元不变, 较目前股价仍有 24%的上升空间。**风险提示:** 空调需求波动风险; 原材料价格上涨风险; 渠道变革推进缓慢。

### 股价表现



资料来源: FactSet

### 研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xfjiang@huaxingsec.com

### 财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	188,988	203,979	203,958	212,132	222,115
息税前利润 (RMBmn)	26,506	30,588	35,375	37,128	39,257
归母净利润 (RMBmn)	24,507	29,017	32,556	34,099	36,274
每股收益 (RMB)	4.35	5.15	5.81	6.09	6.48
市盈率 (x)	7.6	6.9	7.0	6.8	6.4

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: Wind, 华兴证券

## 附：财务报表

年结: 12月

### 利润表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
空调	151,217	164,221	169,969	177,617
生活电器	4,002	4,402	4,842	5,278
智能装备	670	703	739	775
其他收入	48,091	34,632	36,583	38,444
<b>营业收入</b>	<b>203,979</b>	<b>203,958</b>	<b>212,132</b>	<b>222,115</b>
营业成本	(141,626)	(138,862)	(144,467)	(151,211)
<b>毛利润</b>	<b>62,354</b>	<b>65,097</b>	<b>67,665</b>	<b>70,904</b>
管理及销售费用	(30,434)	(30,226)	(31,226)	(32,584)
<b>息税前利润</b>	<b>30,588</b>	<b>35,375</b>	<b>37,128</b>	<b>39,257</b>
<b>息税折旧及摊销前利润</b>	<b>35,753</b>	<b>40,895</b>	<b>43,069</b>	<b>45,628</b>
利息收入	6,190	5,337	4,763	4,917
利息支出	(2,962)	(2,554)	(1,962)	(1,740)
<b>税前利润</b>	<b>32,816</b>	<b>37,341</b>	<b>38,790</b>	<b>40,879</b>
所得税	(5,097)	(5,900)	(6,129)	(6,459)
<b>净利润</b>	<b>29,017</b>	<b>32,556</b>	<b>34,099</b>	<b>36,274</b>
<b>基本每股收益 (RMB)</b>	<b>5.15</b>	<b>5.81</b>	<b>6.09</b>	<b>6.48</b>

### 资产负债表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>228,141</b>	<b>222,886</b>	<b>243,375</b>	<b>267,108</b>
货币资金	124,105	119,078	136,593	156,780
应收账款	16,099	16,557	17,698	19,031
存货	32,579	31,943	33,233	34,784
其他流动资产	55,358	55,308	55,851	56,512
<b>非流动资产</b>	<b>139,913</b>	<b>141,479</b>	<b>142,676</b>	<b>143,418</b>
固定资产	40,599	42,282	43,604	44,467
无形资产	10,828	10,336	9,844	9,352
商誉	1,452	1,732	1,732	1,732
其他	43,699	43,689	43,683	43,680
<b>资产</b>	<b>368,054</b>	<b>364,365</b>	<b>386,052</b>	<b>410,526</b>
<b>流动负债</b>	<b>200,983</b>	<b>174,773</b>	<b>174,065</b>	<b>174,175</b>
短期借款	26,443	21,443	16,443	11,443
预收账款	13,589	14,146	15,294	16,623
应付账款	41,147	40,344	41,973	43,932
长期借款	39,036	39,036	39,036	39,036
非流动负债	46,424	46,424	46,424	46,424
<b>负债</b>	<b>247,408</b>	<b>221,198</b>	<b>220,489</b>	<b>220,599</b>
股份	5,631	5,601	5,601	5,601
资本公积	1,353	1,353	1,353	1,353
未分配利润	112,212	130,392	147,939	166,821
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>116,794</b>	<b>138,200</b>	<b>159,156</b>	<b>181,666</b>
少数股东权益	3,852	4,968	6,406	8,260
<b>负债及所有者权益</b>	<b>368,054</b>	<b>364,365</b>	<b>386,051</b>	<b>410,525</b>

### 现金流量表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>净利润</b>	<b>29,017</b>	<b>32,556</b>	<b>34,099</b>	<b>36,274</b>
折旧摊销	5,165	5,520	5,940	6,371
利息 (收入) / 支出	(3,527)	(3,082)	(3,100)	(3,476)
其他非现金科目	3,575	1,056	1,792	2,286
其他	14,562	0	0	0
营运资本变动	7,605	(388)	893	1,062
<b>经营活动产生的现金流量</b>	<b>56,398</b>	<b>35,663</b>	<b>39,624</b>	<b>42,517</b>
资本支出	(6,885)	(6,713)	(6,764)	(6,738)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	(34,132)	(303)	(303)	(303)
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>(41,017)</b>	<b>(7,015)</b>	<b>(7,066)</b>	<b>(7,041)</b>
股利支出	(11,228)	(11,151)	(13,142)	(13,765)
债务筹集 (偿还)	2,149	(25,606)	(5,000)	(5,000)
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	(7,279)	3,082	3,100	3,476
<b>筹资活动产生的现金流量</b>	<b>(16,358)</b>	<b>(33,674)</b>	<b>(15,043)</b>	<b>(15,289)</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>(840)</b>	<b>(5,027)</b>	<b>17,515</b>	<b>20,187</b>
<b>自由现金流</b>	<b>31,722</b>	<b>28,205</b>	<b>31,331</b>	<b>33,748</b>

### 财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>YoY (%)</b>				
营业收入	7.9	(0.0)	4.0	4.7
毛利润	26.7	4.4	3.9	4.8
息税折旧及摊销前利润	9.2	14.4	5.3	5.9
净利润	18.4	12.2	4.7	6.4
稀释每股调整收益	18.4	12.8	4.7	6.4
<b>盈利率 (%)</b>				
毛利率	30.6	31.9	31.9	31.9
息税折旧摊销前利润率	17.5	20.1	20.3	20.5
息税前利润率	15.0	17.3	17.5	17.7
净利率	14.2	16.0	16.1	16.3
净资产收益率	24.8	23.6	21.4	20.0
总资产收益率	7.9	8.9	8.8	8.8
<b>流动资产比率 (x)</b>				
流动比率	1.1	1.3	1.4	1.5
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.3
<b>估值比率 (x)</b>				
市盈率	6.9	7.0	6.8	6.4
市净率	1.7	1.6	1.5	1.3
市销率	1.1	1.1	1.1	1.1

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券

## 附录

### 【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

#### 一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。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，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。