

轻舟已过万重山，空调轻装上阵

2025 年 3 月 24 日

核心观点

- **2019-2024 年渠道改革阵痛。**格力在传统的商业环境中，公司与经销商利益共同体下的压库存模式是公司的竞争优势之一。在数字化对商业模式的变革中，公司在渠道扁平化和数字化方面落后于行业。2019 年开始，公司受到美的（渠道扁平化）、小米（线上模式）、奥克斯（线下网批模式）等轮番竞争。公司经受渠道改革阵痛，期间渠道大力去库存。2018-2023 年公司营收基本无增长，核心的空调业务 2018 年实现收入 1557 亿元，2023 年收入 1512 亿元，也未增长，期间还因去库存导致空调营收下滑。
- **渠道进一步扁平化，轻装上阵将带动增长提速。**格力渠道扁平化已取得一些效果，包括降低一级经销商加价率，取消二级经销商，加强与京东合作等。预计 2025 年改革将继续深化，例如“董明珠健康之家”模式替代传统的专卖店模式，建立专卖店线下流量+线上直播的混合运营模式。2023 年下半年公司核心的空调业务开始改善，2H23、1H24 空调业务同比+22.8%、11.4%。2019-2022 年公司归属母公司净利润增长缓慢，甚至出现下滑，2023 年同比增长 18.4%，明显提速。我们预计 2024 年将同比增长 12.8%。2025-2026 年随着渠道彻底扁平化，渠道利润部分回流上市公司，有望保持 10%的增速。
- **如何看待小米、奥克斯的性价比竞争？**小米、奥克斯过去几年快速增长。从奥克斯的 IPO 招股书看，奥克斯毛利率虽低，但通过低费用率、高周转率实现高 ROE。小米空调 2024 年销量 680 万台，同比增速超 50%。但小米大家电开始摒弃低价策略，2024 年发布的差异化产品如双桶洗衣机、上吹风空调定价偏高，2Q24 小米大家电均价同比明显提升，行业竞争格局趋缓。在已拥有不错的市场份额情况下，奥克斯和小米的竞争策略不再单纯依靠性价比争夺市场，而更关注盈利能力提升。
- **从暖通空调产业看，对格力可以更有信心。**暖通空调包括家用空调、中央空调、热泵，是全球各类建筑物的主要制冷或制热解决方案。在全球气候整体变暖，新兴市场国家购买力提升，发达经济体大规模投资建设数据中心等趋势下，全球暖通空调市场需求热点不断，中国企业大有可为。虽然从消费角度看，渠道变革、消费者新需求的快速响应、2C 品牌形象是重要因素，但从全球暖通空调角度看，核心因素是产业链优势、产品品质、综合成本，并非消费品逻辑可完全解释。即便 2019-2022 年格力面临渠道改革巨大压力，整体业绩仍保持稳健。
- **公司估值低位，分红收益高。**1) 公司当前估值明显偏低，考虑分红和注销股票的分红收益率很高。2020-2023 年公司分红率高达 102%、72%、46%、45%，同时通过大规模注销回购的股权，当前股本较 2020 年初减少 6.9%。2) 近期第二大股东京海互联（核心经销商联合主体）持股 7.01%计划在二级市场增持格力股份 10.5 亿-21 亿元，体现了对公司经营发展改善的信心。
- **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 5.84/6.44/7.07 元每股，当前股价对应 7.2x/6.5x/5.9x P/E。考虑到公司偏低的估值水平，未来较高的分红收益率（考虑分红与股权注销）水平，公司的盈利能力相比困难时期已改善，维持“推荐”评级。

格力电器（股票代码：000651）

推荐 维持

分析师

何伟

☎：021-2025-7811

✉：hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

杨策

☎：010-80927615

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

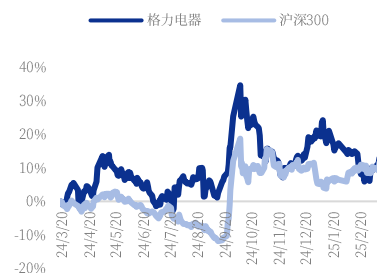
分析师登记编码：S0130520050005

市场数据

2025-3-22

股票代码	000651.SZ
A 股收盘价(元)	43.74
上证指数	3,364.83
总股本(万股)	560,141
实际流通 A 股(万股)	551,545
流通 A 股市值(亿元)	2,412.46

相对沪深 300 表现图



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

- **风险提示：**空调市场需求不及预期的风险、市场竞争加剧的风险。

主要财务指标预测

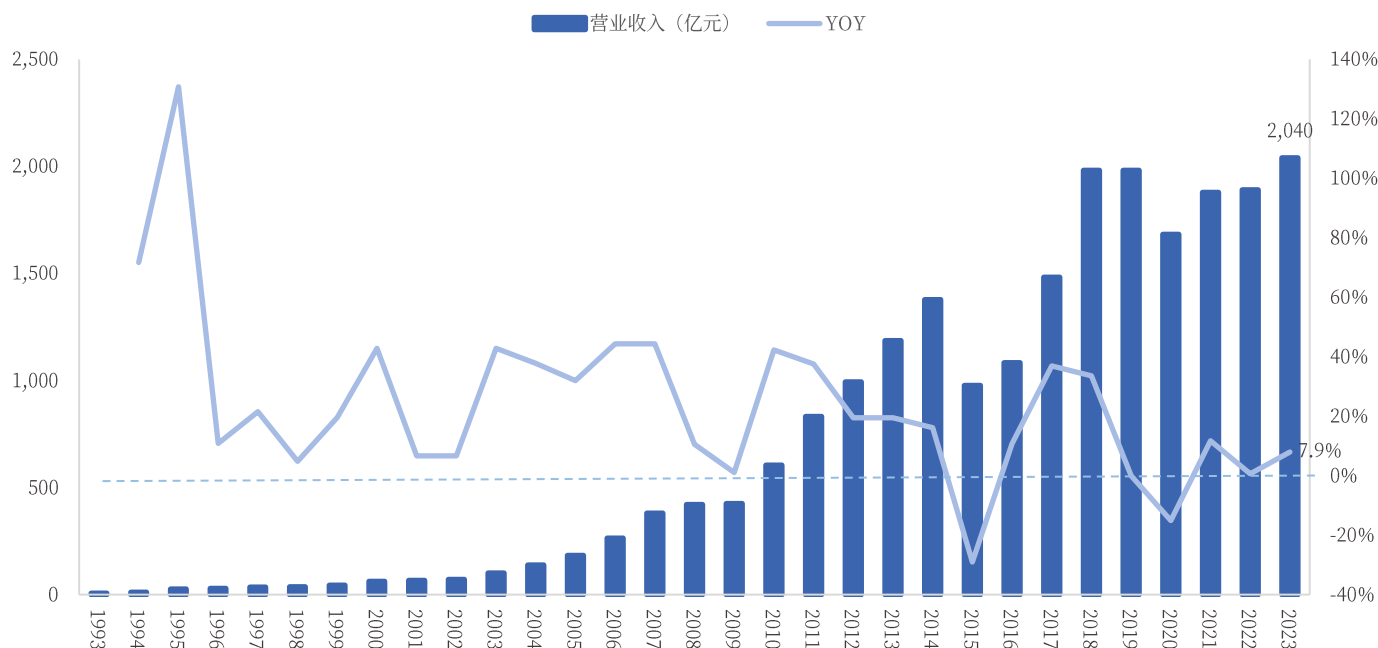
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	205,018	208,087	222,191	233,943
收入增长率%	7.8	1.5	6.8	5.3
归母净利润(百万元)	29,017	32,725	36,062	39,610
利润增速%	18.4	12.8	10.2	9.8
摊薄 EPS(元)	5.18	5.84	6.44	7.07
PE	8.1	7.2	6.5	5.9

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、公司经营发展情况

格力 2019 年开始面临美的、小米等更扁平化的渠道模式挑战，公司开始进行渠道改革。2018-2023 年公司营收基本无增长，核心的空调业务 2018 年实现收入 1557 亿元，2023 年收入 1512 亿元，也未增长，期间还因去库存导致空调营收下滑，其中 2020 年去库存力度最大，收入下滑明显。

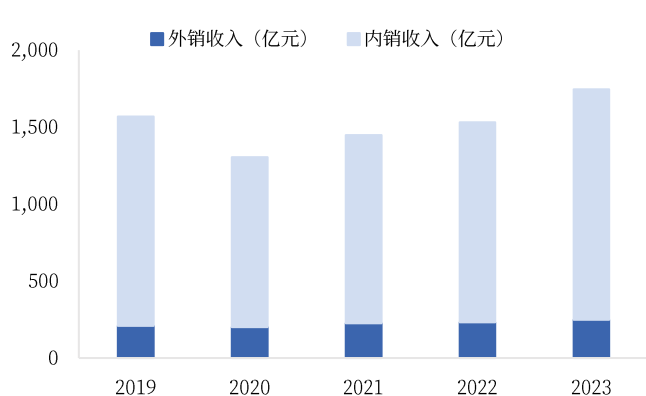
图1：公司年度营业收入及增长率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

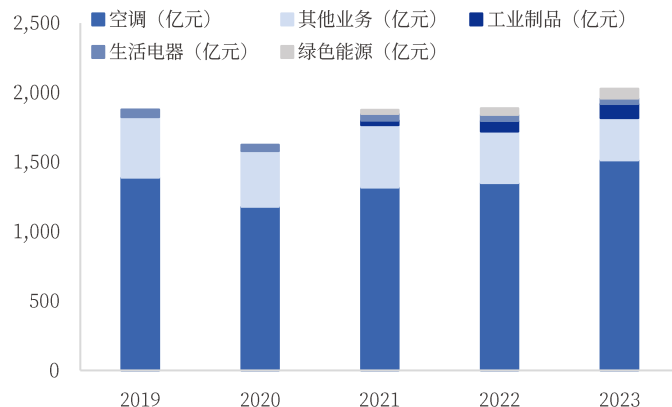
近些年，公司精力更多在国内渠道改革，对于拓展海外市场投入相比行业有所不足，导致外销占比在大家电企业中偏低。其他家电龙头在海外近些年快速发展。公司多元化业务布局，目前空调依然占大头，但是并购的盾安环境在空调冷配和汽车热管理领域具有很好的竞争力。

图2：公司近年来收入增长稳中向好，外销占比依然不高



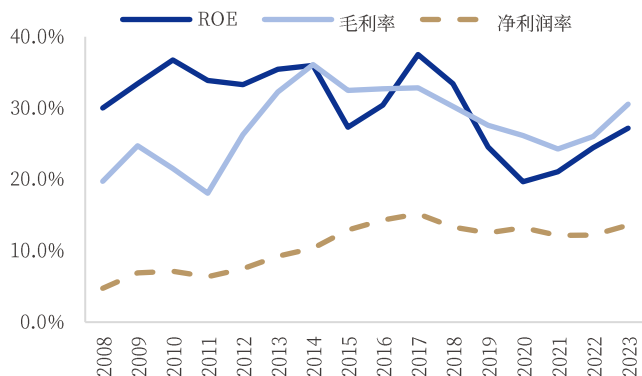
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：多元化业务布局，空调收入为主



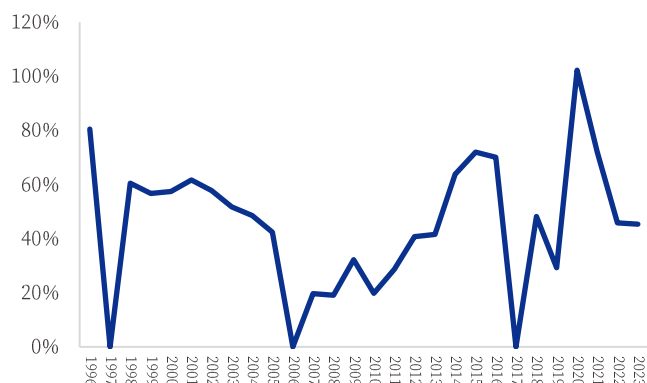
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：2023 年公司 ROE、毛利率都有所恢复



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：公司分红率水平较高



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

白电行业是一个很好的行业，行业龙头具有很好的 ROE 回报。2023 年格力 ROE 虽然相比高峰有所下降，但依然有 27.2%。而奥克斯、以及冰箱代工龙头 TCL 智家都具有很高的 ROE，奥克斯的资产周转率非常高，TCL 智家的权益乘数明显高。

表 1：暖通空调行业可比公司杜邦分析

2023 年	ROE	归母净利润率	权益乘数	资产周转率
奥克斯	83.30%	10.01%	5.81	1.43
美的	22.05%	9.06%	4.74	0.51
格力	27.18%	14.23%	5.65	0.34
海尔	16.85%	6.35%	3.82	0.70
长虹美菱	13.48%	3.06%	5.64	0.78
TCL 智家	69.74%	5.18%	14.97	0.90

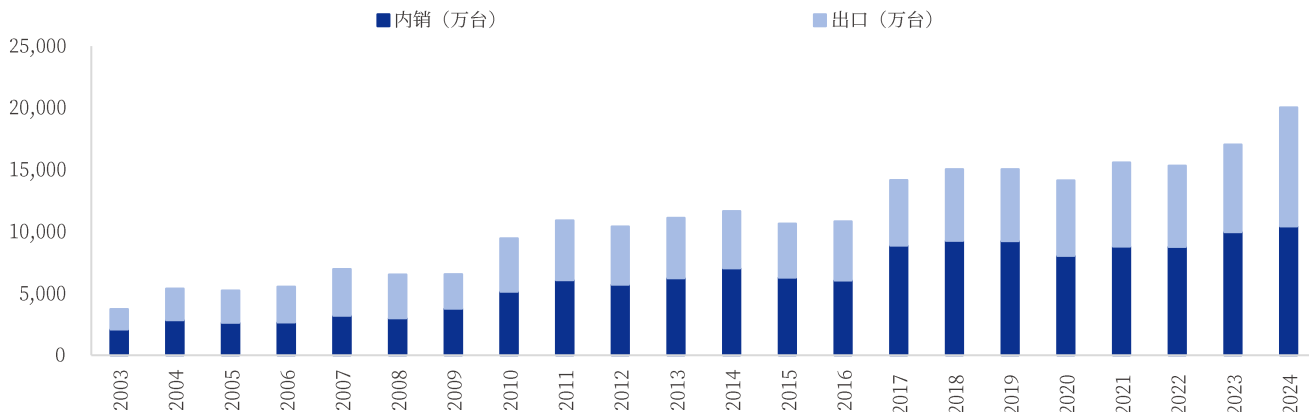
资料来源：iFind，奥克斯上市申请书，美的集团、海尔智家、格力电器、长虹美菱、TCL 智家公告，中国银河证券研究院

二、暖通空调产业继续增长

（一）家用空调

2024 年家用空调是景气的一年。内销在 2024 年第四季度受益于国家补贴政策刺激，全年实现增长。产业在线数据，2024 年家用空调累计内销规模达 10415 万台，同比增长 4.57%，其中 4Q2024 内销量同比+24%；2024 年出口 9641 万台，同比增长 36.08%，全年持续超预期。

图6：我国家用空调销售量稳步攀升

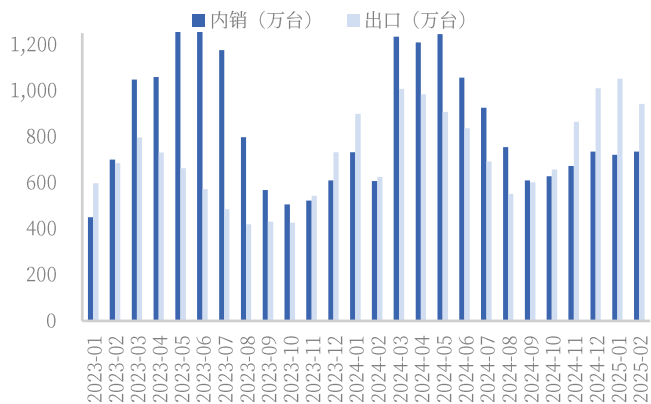


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

2025 年年初，空调内销依然增长较好。产业在线数据，2025 年 1-2 月空调内销出货 1457 万台，同比+8.8%，3 月、4 月、5 月内销排产分别较 2024 年同期出货实绩增长 11.40%/12.80%/17.00%。从 AVC 零售监测角度，2025 年 1-2 月线上、线下空调零售额分别同比-8.8%、+46.9%，消费者更倾向于线下购买补贴类产品。

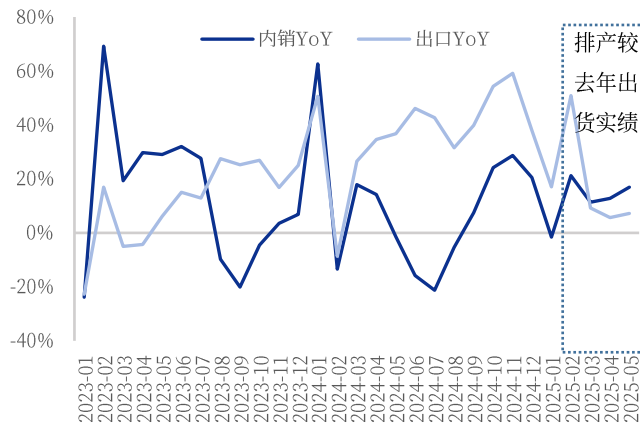
出口方面，2025 年 1-2 月 5381.59 万台，同比+30.9%，3 月、4 月、5 月出口排产分别较 2024 年同期出货实绩增长 9.20%/5.70%/7.20%，随着同比基数偏高，出口增速回落。

图7：空调月度内销和出口规模



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图8：空调月度内销、出口同比增速

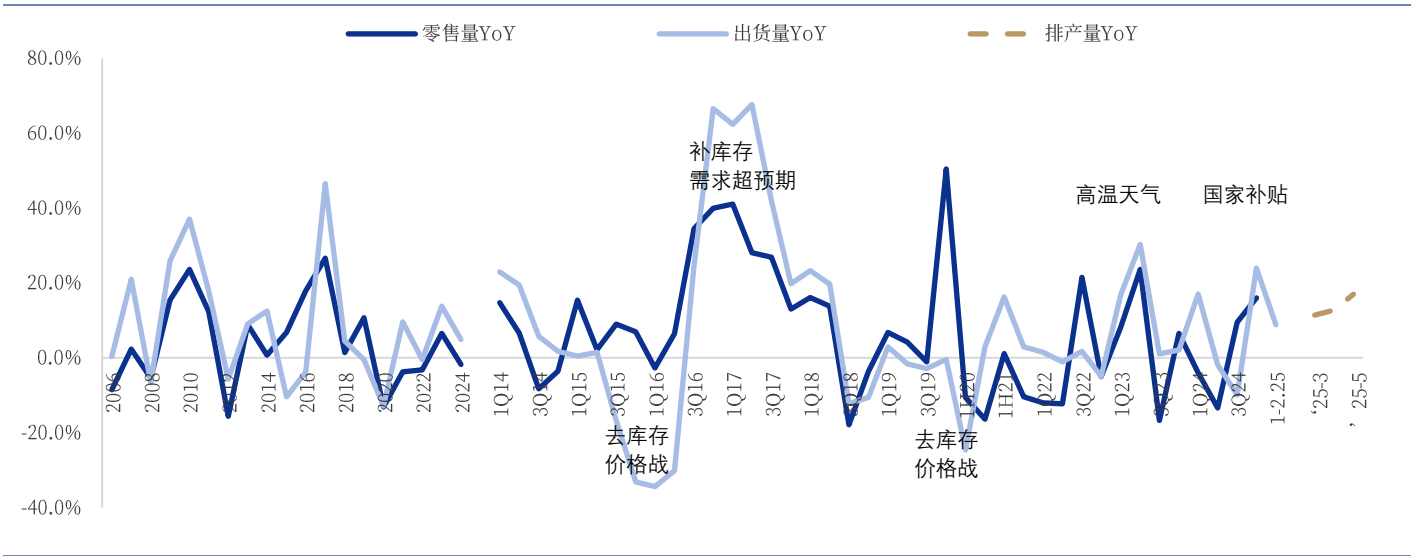


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

过去 10 年，空调行业在 2015-2016，2019-2020 两次经历过大力度的去库存。随着渠道扁平化，

渠道对于库存的接受水平明显下降，当前空调行业的出货量与零售量增长趋势基本匹配。

图9：中国家用空调市场零售量与出货量周期



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

从竞争格局看，过去几年格力丢失一些市场份额，但依然保持龙头地位。2023 年，格力的暖通空调收入规模依然略高于美的，且毛利率是中国品牌中最高的。2024 年上半年，美的暖通空调收入规模高于格力，主要原因是出货节奏不匹配，历史上格力上半年出货较少，美的上半年出货较多。小米空调最近几年销量快速提升，2024 年销量 680 万台，同比+55%，但从空调收入规模，我们估计不到格力空调收入规模的 15%。

表2：暖通空调行业公司营业收入、毛利率及增速情况对比

公司	空调业务收入（亿元）					空调收入同比增速					毛利率			
	2022A	2023A	2024 H1	2024 Q1-3	2024A	2022A	2023A	2024 H1	2024 Q1-3	2024A	2022A	2023A	2024 H1	2024 Q1-3
美的	1506.4	1611.1	1014.6			6.2%	7.0%	10.3%			22.8%	25.6%	26.4%	
格力	1348.6	1745.7	779.6			2.4%	12.1%	11.4%			32.4%	37.0%	34.8%	
海尔	400.6	456.6	290.1			6.7%	14.0%	3.6%			28.6%	29.4%	29.1%	
海信	345.0	386.5	227.7			13.5%	12.0%	7.6%			27.9%	30.7%	29.1%	
奥克斯	191.4	244.1		238.4			27.6%		14.6%		20.7%	21.5%	-	21.1%
长虹美菱	97.8	115.7	85.0			15.6%	18.2%	21.5%			13.5%	8.9%	6.9%	
小米（销量-万台）	300	440	400		680	50%	49%	45%		55%				

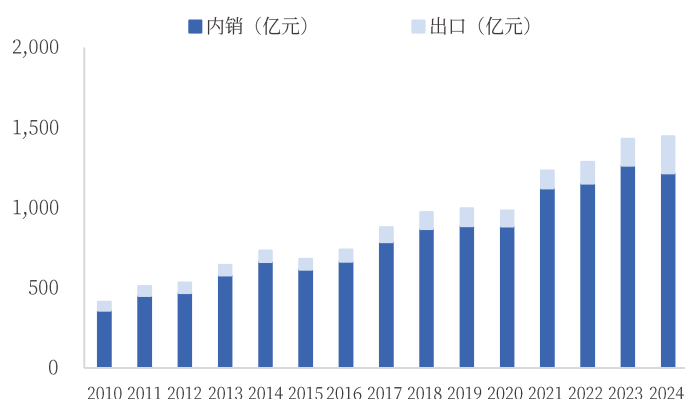
资料来源：iFind，奥克斯上市申请书，美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电、长虹美菱、小米集团公告，中国银河证券研究院

（二）中央空调内销有压力，但出口持续保持增长

中央空调内销受地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓负面影响。产业在线数据，2024 年中央空调内销额 1214.9 亿元，同比下滑 3.8%，主要系房地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓，中央空调终端需求疲弱；2025 年 1 月中央空调内销规模为 121.9 亿元，同比减少 1.4%。

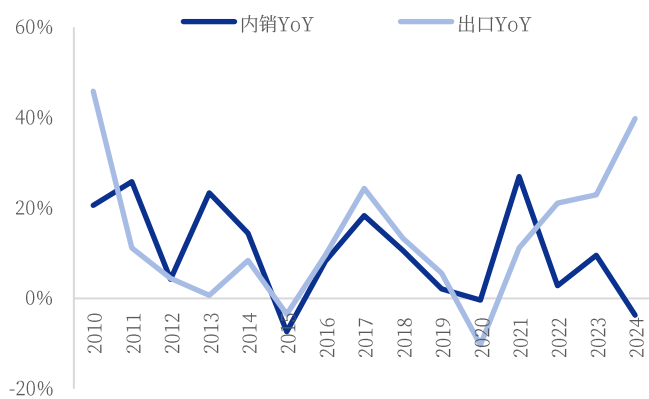
中国企业全球竞争力提升，份额提升导致出口最近多年都保持很好的增长。产业在线数据，2024 年中央空调出口额达 232 亿元，同比增长 39.8%；2025 年 1 月，出口销售规模 17.5 亿元，同比增长 15.5%。

图10：中央空调年度累计销售额稳步增长



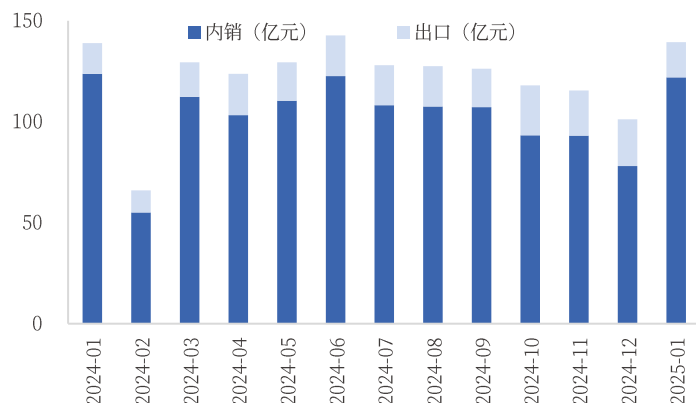
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图11：中央空调内销增长疲弱，出口表现强劲



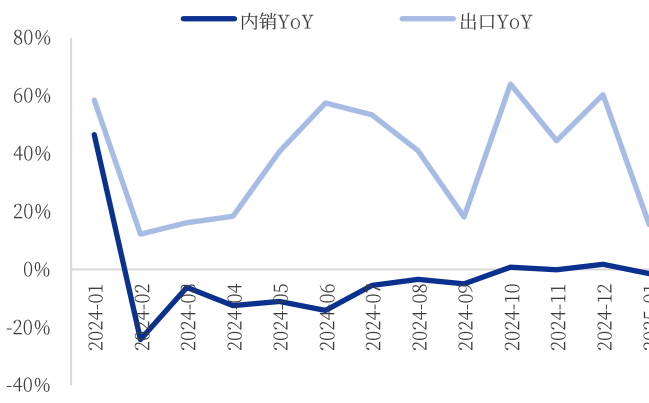
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图12：中央空调月度销售额



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图13：中央空调月度内销、出口同比增速

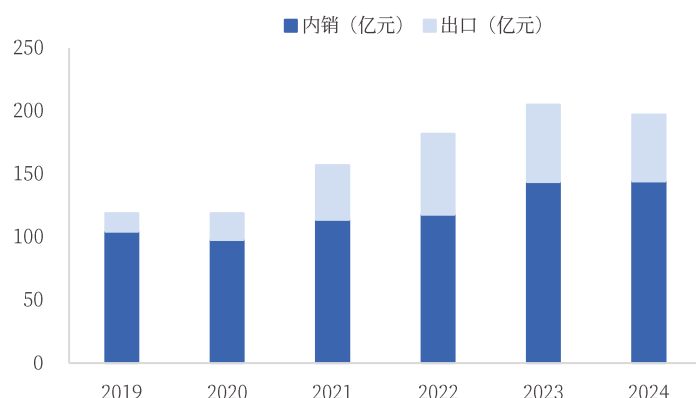


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（三）热泵去库存周期已过，出口开始恢复

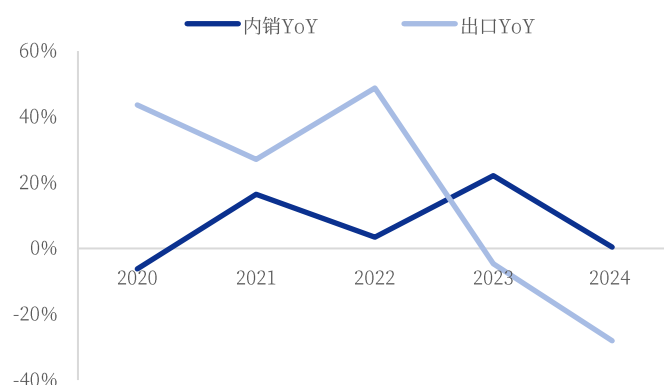
欧洲热泵补贴政策的剧烈波动，导致热泵出口过去两年面临大力度去库存周期。2024 年下半年起，欧美热泵逐步走出去库周期，单月增速逐步改善。进入 2025 年，1 月热泵出口同比+3.7%。展望未来，预计随着欧洲部分国家补贴重启，热泵出口有望延续改善。

图14：近年来热泵销售规模略有收缩



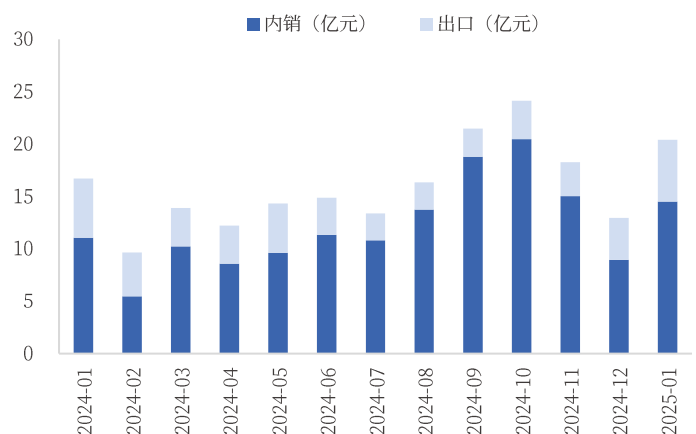
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图15：热泵内外销表现疲弱



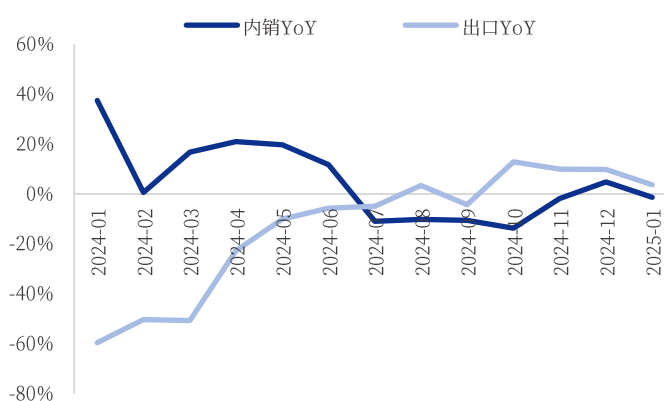
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图16：热泵内销延续弱势，出口缓步改善



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图17：热泵月度内销增速翘尾，出口逐月改善



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

三、投资建议

我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 5.84 /6.44 /7.07 元每股,当前股价对应 7.2x/6.5x/6.0x P/E。考虑到公司偏低的估值水平,未来较高的分红收益率水平(考虑分红与股权注销),公司的盈利能力相比困难时期已改善,维持“推荐”评级。

表：主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	205,018	208,087	222,191	233,943
收入增长率%	7.8	1.5	6.8	5.3
归母净利润(百万元)	29,017	32,725	36,062	39,610
利润增速%	18.4	12.8	10.2	9.8
摊薄 EPS(元)	5.18	5.84	6.44	7.07
PE	8.1	7.2	6.5	5.9

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

四、风险提示

空调市场需求不及预期的风险、市场竞争加剧的风险。

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万）	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	228141.31	255671.36	285634.56	315498.08
现金	124104.99	133997.46	159220.84	184965.56
应收账款	16099.48	15501.34	16095.81	16707.27
其它应收款	826.56	862.57	921.20	970.03
预付账款	2492.65	2563.42	2743.72	2887.62
存货	32579.14	30947.22	32873.05	34449.62
其他	52038.50	71799.34	73779.95	75517.97
非流动资产	139912.59	150319.93	146922.52	143181.53
长期投资	4488.97	3688.97	3688.97	3688.97
固定资产	34034.83	33005.36	30986.70	28498.92
无形资产	10827.69	10394.31	9960.92	9527.53
其他	90561.10	103231.29	102285.93	101466.11
资产总计	368053.90	405991.28	432557.08	458679.60
流动负债	200983.30	219341.03	224691.54	228806.55
短期借款	26443.48	51443.48	51443.48	51443.48
应付账款	41147.36	33625.17	35990.12	37877.72
其他	133392.46	134272.39	137257.94	139485.35
非流动负债	46424.45	51094.90	54094.90	56094.90
长期借款	39035.74	44035.74	47035.74	49035.74
其他	7388.71	7059.16	7059.16	7059.16
负债合计	247407.75	270435.93	278786.44	284901.45
少数股东权益	3852.44	2383.41	764.58	-1013.53
归属母公司股东权益	116793.72	133171.94	153006.06	174791.69
负债和股东权益	368053.90	405991.28	432557.08	458679.60
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	56398.43	28450.13	45512.57	48520.45
净利润	27719.02	31255.88	34443.21	37832.12
折旧摊销	5283.33	4222.91	4397.41	4540.99
财务费用	-3910.05	2122.00	2517.00	2592.00
投资损失	-217.16	-296.95	-317.13	-333.94
营运资金变动	29670.32	-9102.08	3764.82	3489.91
其它	-2147.04	248.37	707.25	399.36
投资活动现金流	-41017.22	-26010.38	-4544.27	-4359.12
资本支出	-3494.44	-1613.63	-907.25	-699.36
长期投资	-62618.89	-1715.00	-3954.15	-3993.69
其他	25096.12	-22681.74	317.13	333.94
筹资活动现金流	-16357.82	7379.07	-15744.92	-18416.61
短期借款	-26452.37	25000.00	0.00	0.00
长期借款	8251.50	5000.00	3000.00	2000.00
其他	1843.06	-22620.93	-18744.92	-20416.61
现金净增加额	-840.46	9892.47	25223.38	25744.73

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	205018.12	208087.28	222191.08	233942.93
营业成本	141752.45	142543.19	152563.37	160561.97
营业税金及附加	2114.18	1863.16	1989.80	2095.27
营业费用	17129.64	13456.12	13486.43	13968.46
管理费用	6542.16	6831.57	7295.94	6984.23
财务费用	-3526.52	-980.62	-832.93	-1388.52
资产减值损失	-2493.58	-700.00	-300.00	-200.00
公允价值变动收益	437.58	0.00	0.00	0.00
投资净收益	217.16	296.95	317.13	333.94
营业利润	32864.78	37706.37	40824.54	44836.15
营业外收入	128.37	129.66	130.95	132.26
营业外支出	177.45	178.34	179.23	180.12
利润总额	32815.70	37657.69	40776.27	44788.29
所得税	5096.68	6401.81	6333.05	6956.17
净利润	27719.02	31255.88	34443.21	37832.12
少数股东损益	-1298.36	-1469.03	-1618.83	-1778.11
归属母公司净利润	29017.39	32724.91	36062.04	39610.23
EBITDA	34572.51	40899.97	44340.74	47940.76
EPS（元）	5.18	5.84	6.44	7.07

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入增速	7.82%	1.50%	6.78%	5.29%
营业利润增速	20.45%	14.73%	8.27%	9.83%
归属母公司净利润增	18.41%	12.78%	10.20%	9.84%
毛利率	30.57%	31.21%	31.06%	31.09%
净利率	14.23%	15.81%	16.31%	17.01%
ROE	24.84%	24.57%	23.57%	22.66%
ROIC	11.92%	12.25%	12.51%	12.57%
资产负债率	67.22%	66.61%	64.45%	62.11%
净负债比率	-30.88%	-15.58%	-28.19%	-38.61%
流动比率	1.14	1.17	1.27	1.38
速动比率	0.80	0.84	0.96	1.08
总资产周转率	0.57	0.54	0.53	0.52
应收账款周转率	13.19	13.10	13.99	14.19
应付账款周转率	3.83	3.81	4.38	4.34
每股收益	5.18	5.84	6.44	7.07
每股经营现金	10.07	5.08	8.13	8.66
每股净资产	20.85	23.77	27.32	31.20
P/E	8.12	7.20	6.53	5.95
P/B	2.02	1.77	1.54	1.35
EV/EBITDA	4.16	5.24	4.34	3.51
P/S	1.15	1.14	1.07	1.01

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费负责人。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；于 2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。

杨策，家电行业分析师，伦敦国王大学理学硕士，于 2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn