

渠道改革视角看公司去库存、补库存

2025 年 4 月 27 日

核心观点

- 公司业绩公告：**2024 年营业总收入 1900 亿元，同比-7.3%，归母净利润 322 亿元，同比+10.9%；对应 2024Q4 营业总收入同比-13.4%，归母净利润同比+14.5%；2025Q1 营业总收入同比+13.8%，归母净利润同比+26.3%。公司 2024 年中期分红和年度分红，合计分红率 52.06%。
- 受渠道改革影响，公司正经历去库存、补库存：**1) 2020 年以来持续改革过去的压库存模式，2024 年渠道进一步扁平化。公司通过全国 30 个区域销售公司、超 3 万家线下网点、自建线上平台以及第三方电商平台的官方旗舰店，构建了覆盖全国的双线融合销售网络。2) 对下游渠道占款能力减弱，导致 2024 年经营活动净现金流 294 亿元，同比-47.9%。一方面京东、天猫销售收入占比提升，网络平台回款账期比线下经销商要长；另一方面公司对线下经销商提前付款的要求也低于以前。3) 2024 年下半年家电行业受益于以旧换新政策刺激，Q4 零售增速显著提速，并带动全年数据。奥维云网数据，2024 年中国家电全品类（不含 3C）零售额 9,071 亿，同比+6.4%。但格力致力于渠道去库存，2024Q3、2024Q4 营业总收入分别同比-15.9%、-13.4%，与行业零售不匹配。4) 2025 年初以来，格力渠道库存较低，目前处于补库存周期，导致公司 2025Q1 收入增长较快。
- 市场性价比需求增多：**1) 由于受到性价比型号占比提升影响，公司 2024 年消费电器收入 1486 亿元，同比-4.3%；毛利率 34.9%，经调整同比-0.65 pct。2025Q1，格力线下推出晶弘空调作为性价比型号应对性价比需求，受市场性价比需求增多影响，公司 2025Q1 毛利率 27.4%，同比-1.2 pct（2024Q1 按新会计准则调整）。2) 格力通过渠道扁平化，减少销售费用的方式提升净利润率。3) 受益于补贴政策，以及 2024Q2 行业基数较低，行业对未来几个月的空调出货计划较为积极。产业在线数据，空调行业内销排产量相比去年实际出货量 4 月/5 月/6 月/7 月分别同比+9.1%/+15.4%/+28.8%/+36.7%。
- 如何看公司：**1) 内销市场，受性价比消费需求占比提升，公司在零售端丢失一些市场份额。但公司受益于渠道扁平化，部分渠道利润回流上市公司，因此保持利润率提升。2) 海外市场，公司对美国出口敞口小，受负面影响小。3) 2024 年分红率 52.06%，且考虑 2024 年注销股份 0.53%，按当前 PE 估值，相当于年化回报率 7.1%，具备吸引力。
- 投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 2026/2163/2285 亿元，分别同比增长 6.6%/6.8%/5.7%，归母净利润 353/373/399 亿元，分别同比增长 9.8%/5.7%/6.8%，EPS 分别为 6.31/6.66/7.12 元每股，当前股价对应 7.2x/6.8x/6.4x 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，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**市场需求不及预期的风险、市场竞争加剧的风险。

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

刘立思

☎：010-8092-7655

✉：liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

杨策

☎：010-80927615

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

市场数据

2025-4-25

股票代码	000651.SZ
A 股收盘价(元)	45.22
上证指数	3,295.06
总股本(万股)	560,141
实际流通 A 股(万股)	551,495
流通 A 股市值(亿元)	2,493.86

相对沪深 300 表现图



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	190,038	202,595	216,272	228,491
收入增速	-7.3%	6.6%	6.8%	5.7%
归母净利润(百万元)	32,185	35,330	37,330	39,859
利润增速	10.9%	9.8%	5.7%	6.8%
摊薄 EPS(元)	5.75	6.31	6.66	7.12
PE	7.9	7.2	6.8	6.4

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、公司经营情况

(一) 公司业务拆分

2024年,公司实现营业收入1892亿元,同比-7.3%。其中,24H1/24H2分别同比+0.6%/-14.7%。

分产品来看,消费电器 2024 年实现 1486 亿元,同比-4.3%,24H1/24H2 分别同比+11.4%/-17.9%。工业制品及绿色能源 2024 年实现 172 亿元,同比+0.8%,24H1/24H2 分别同比-2.6%/+4.0%。智能装备 2024 年实现 4 亿元,同比-36.7%,24H1/24H2 分别同比+5.0%/-61.1%。其他主营 2024 年实现 35 亿元,同比+122.3%,24H1/24H2 分别同比+24.6%/+254.7%。其他业务 2024 年实现 194 亿元,同比-33.9%,24H1/24H2 分别同比-43.8%/-19.3%。

分区域来看,内销 2024 年实现 1415 亿元,同比-5.4%,24H1/24H2 分别同比+9.0%/-17.8%。外销 2024 年实现 282 亿元,同比+13.2%;24H1/24H2 分别同比+15.6%/+10.7%。

表1: 公司营业收入拆分

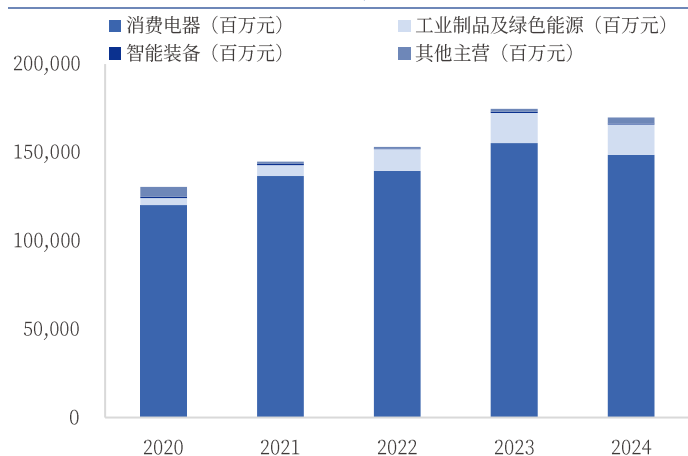
		2022	2023	2024	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2
按产品	营业收入(百万元)	188,988	203,979	189,164	99,237	104,742	99,783	89,381
	消费电器	139,427	155,218	148,560	72,175	83,044	80,371	68,189
	工业制品及绿色能源	12,300	17,109	17,246	8,403	8,707	8,188	9,058
	智能装备	432	670	424	248	422	260	164
	其他主营	1,006	1,568	3,485	902	666	1,124	2,361
	其他业务	35,823	29,414	19,448	17,509	11,904	9,840	9,609
	营业收入 YOY	0.6%	7.9%	-7.3%	4.2%	11.7%	0.6%	-14.7%
	消费电器	2.1%	11.3%	-4.3%	1.8%	21.2%	11.4%	-17.9%
	工业制品及绿色能源	101.6%	39.1%	0.8%	74.5%	16.3%	-2.6%	4.0%
	智能装备	-49.6%	55.0%	-36.7%	23.7%	82.1%	5.0%	-61.1%
	其他主营	-21.8%	55.8%	122.3%	121.2%	11.3%	24.6%	254.7%
	其他业务	-16.7%	-17.9%	-33.9%	-7.2%	-29.7%	-43.8%	-19.3%
	毛利率	26.0%	30.6%	29.4%	28.7%	32.3%	30.5%	
	消费电器	32.5%	37.0%	34.9%	35.7%	38.2%	34.8%	
	工业制品及绿色能源	17.6%	18.6%	15.7%	25.6%	11.9%	24.5%	
	智能装备	29.8%	31.3%	26.0%	29.0%	32.7%	26.4%	
	其他主营	3.8%	14.7%	15.8%	17.1%	11.5%	17.3%	
	其他业务	4.5%	4.4%	2.2%	2.4%	7.4%	1.6%	
按区域	营业收入(百万元)	188,988	203,979	189,164	99,237	104,742	99,783	89,381
	国内	129,895	149,662	141,513	68,908	80,754	75,119	66,394
	国外	23,271	24,904	28,203	12,819	12,084	14,825	13,378
	其他业务	35,822	29,414	19,448	17,509	11,904	9,840	9,609
	YOY	0.6%	7.9%	-7.3%	4.2%	11.7%	0.6%	-14.7%
	国内	6.2%	15.2%	-5.4%	10.1%	20.0%	9.0%	-17.8%
	国外	3.3%	7.0%	13.2%	-6.7%	26.7%	15.6%	10.7%
	其他业务	-16.7%	-17.9%	-33.9%	-7.2%	-29.7%	-43.8%	-19.3%
	毛利率	26.0%	30.6%	29.4%	28.7%	32.3%	30.5%	
	国内	34.1%	36.8%	34.2%	37.1%	36.6%	36.7%	
	国外	14.4%	23.8%	24.0%	20.0%	27.8%	18.2%	
	其他业务	4.5%	4.4%	2.2%	2.4%	7.4%	1.6%	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

注1: 消费电器=空调+生活电器, 工业制品及绿色能源=工业制品+绿色能源

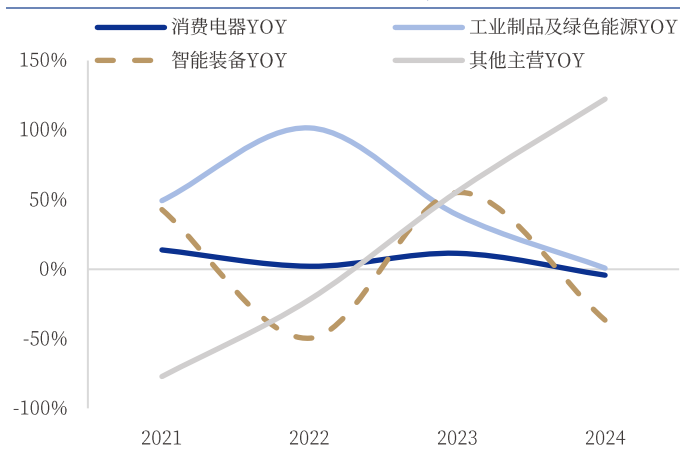
注2: 2024年会计政策调整对毛利率造成影响, 将原计入“销售费用”的保证类产品质保费计入“主营业务成本”、“其他业务成本”等科目, 列报于利润表“营业成本”项目中。2024H1 毛利率仍采用原会计政策。

图1: 公司主营业务收入拆分 (年度, 按产品)



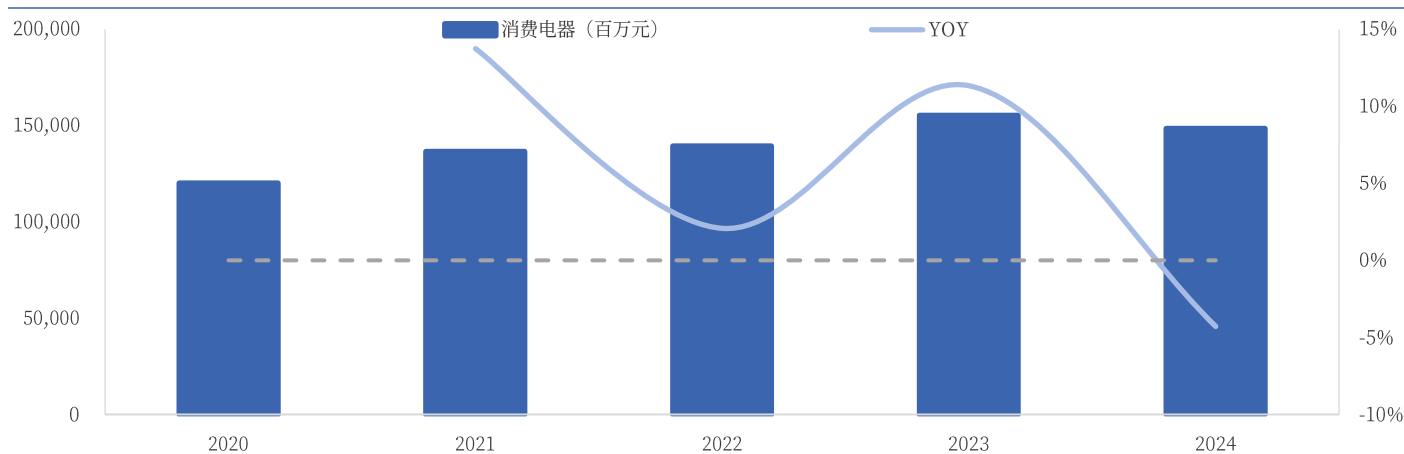
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图2: 公司主营业务收入拆分 YOY (年度, 按产品)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图3: 公司消费电器业务收入及同比增速 (年度)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

注: 消费电器=空调+生活电器

图4: 公司主营业务收入拆分 (年度, 按区域)

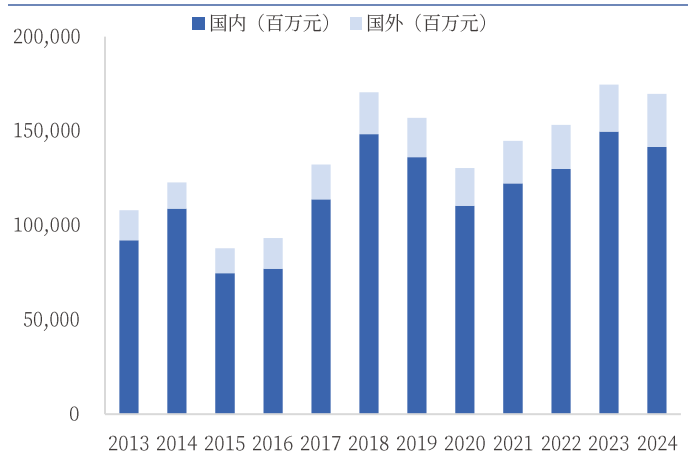
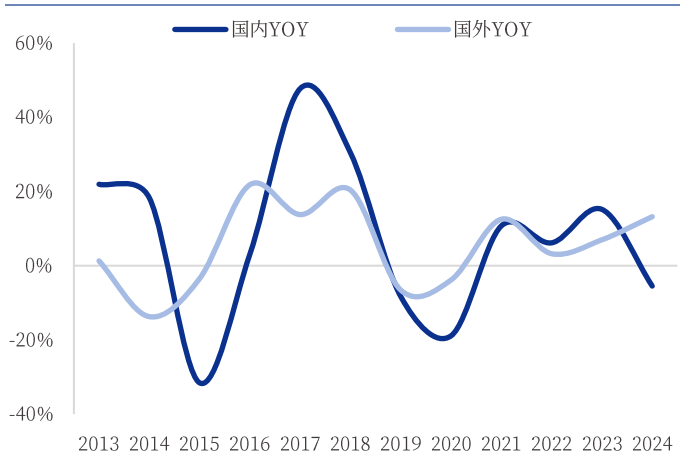


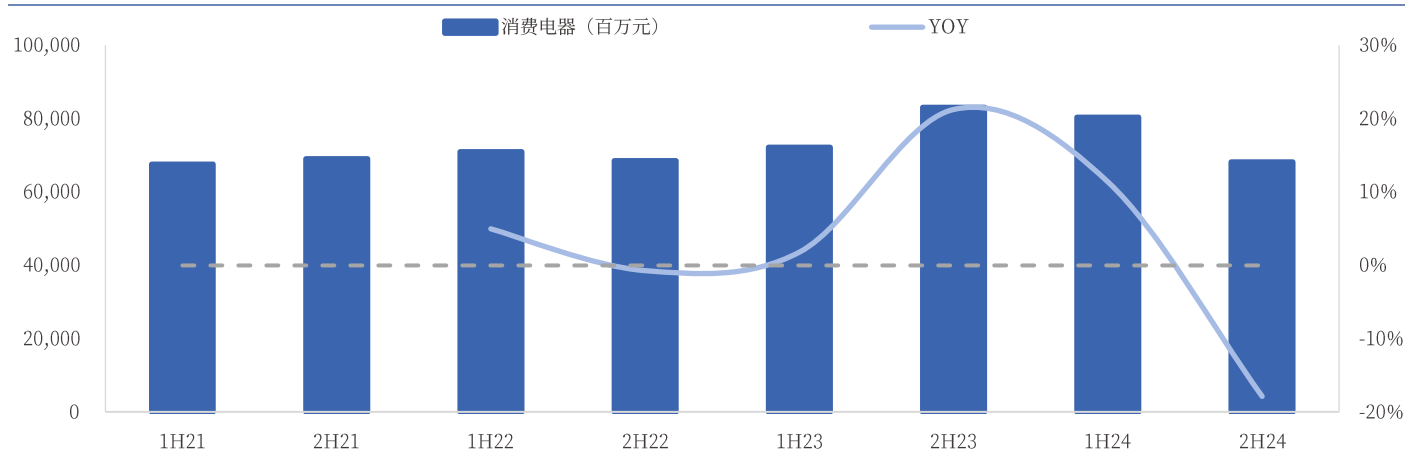
图5: 公司主营业务收入拆分 YOY (年度, 按区域)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

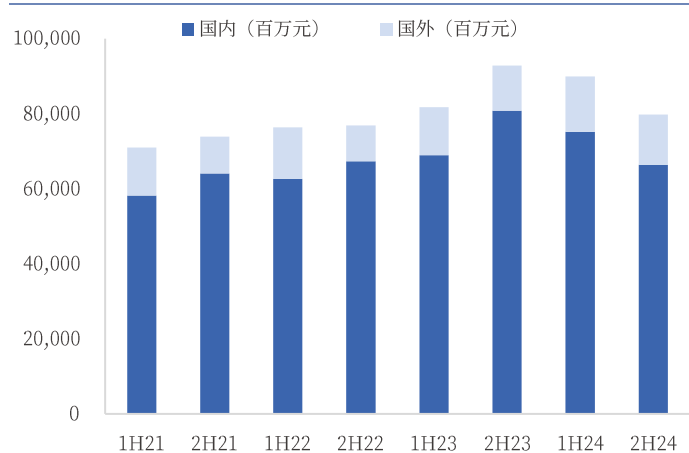
图6：公司消费电器业务收入及同比增速（半年度）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

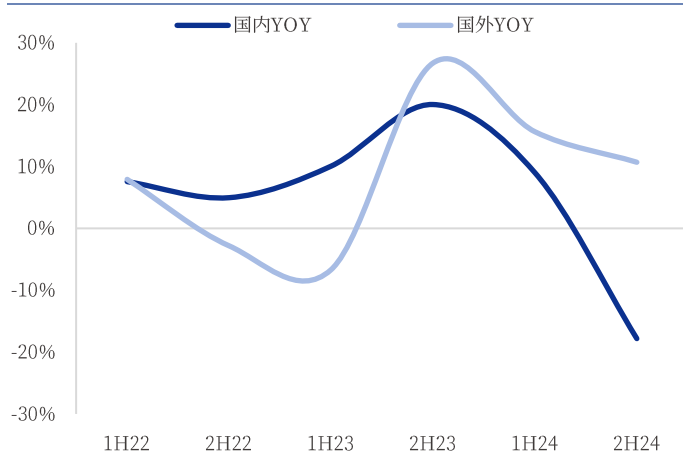
注：消费电器=空调+生活电器

图7：公司主营业务收入拆分（半年度，按区域）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：公司主营业务收入拆分 YOY（半年度，按区域）

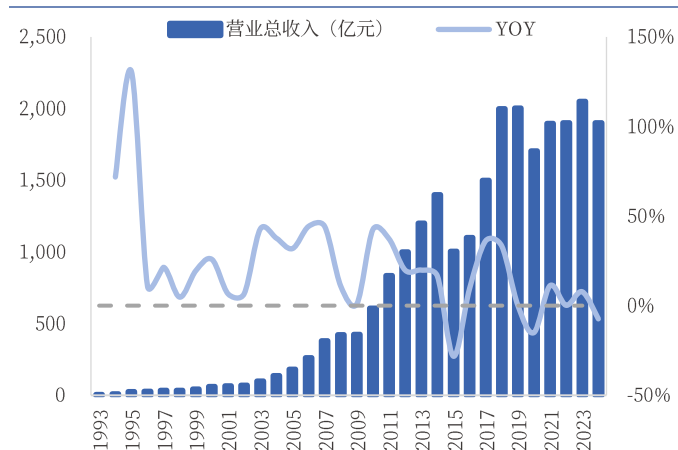


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）公司主要财务

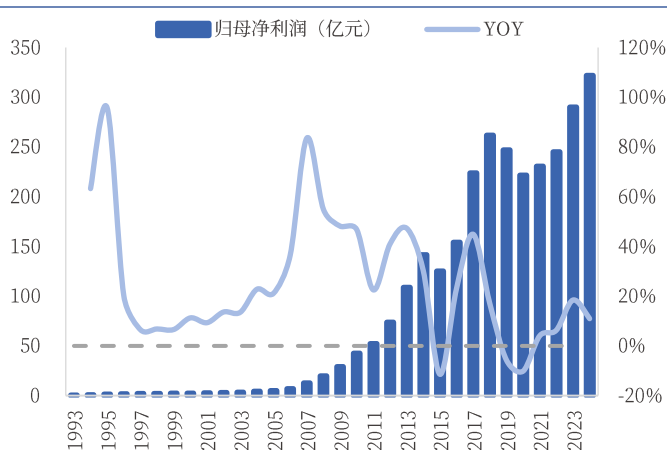
2024 年，公司实现营业总收入 1900 亿元，同比-7.3%，归母净利润 322 亿元，同比+10.9%。ROE-平均为 25.3%，同比-1.9 pct；销售毛利率为 29.43%，同比-1.1 pct；归母净利率为 16.9%，同比+2.8 pct；分红率为 52.1%，同比+6.8 pct。

图9：公司营业总收入（年度）



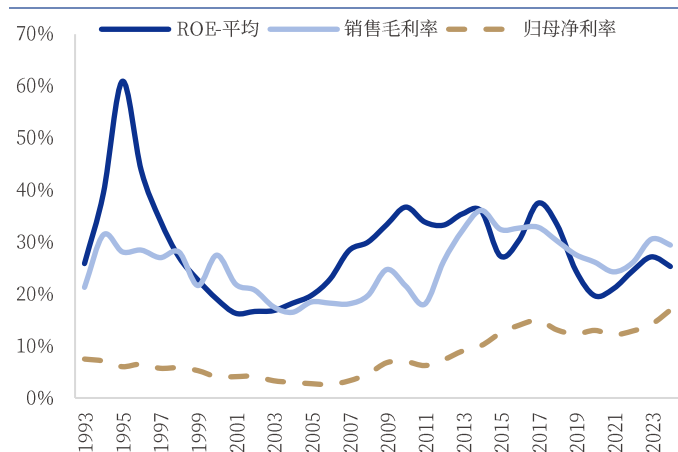
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图10：公司归母净利润（年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图11：公司 ROE-平均、销售毛利率、归母净利率（年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

注：2024 年会计政策

图12：公司分红率（年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

公司于 24H1/24H2 分别实现营业总收入 1003/898 亿元，分别同比+0.5%/-14.7%；归母净利润 141/180 亿元，分别同比+11.5%/+10.4%。2024 年末，公司共有其他流动负债-销售返利 491 亿元，同比-3.6%。

图13：公司营业总收入（半年度）

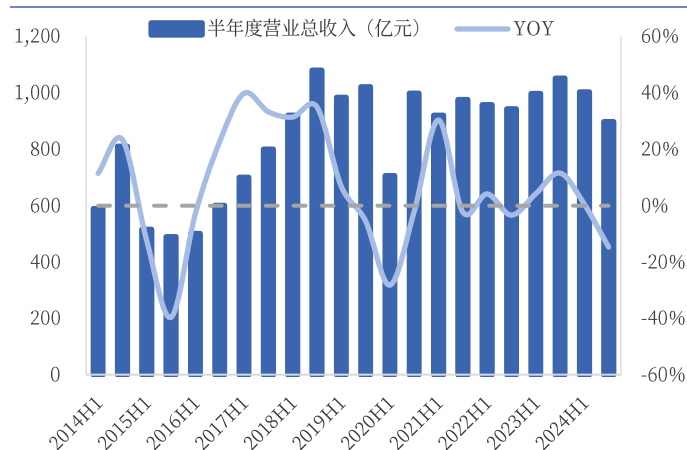
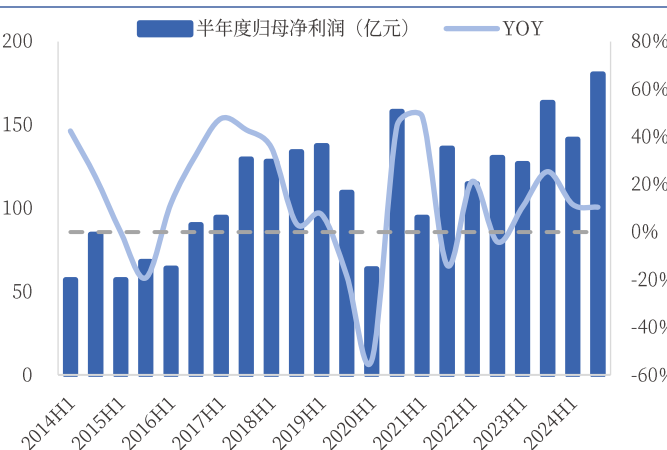


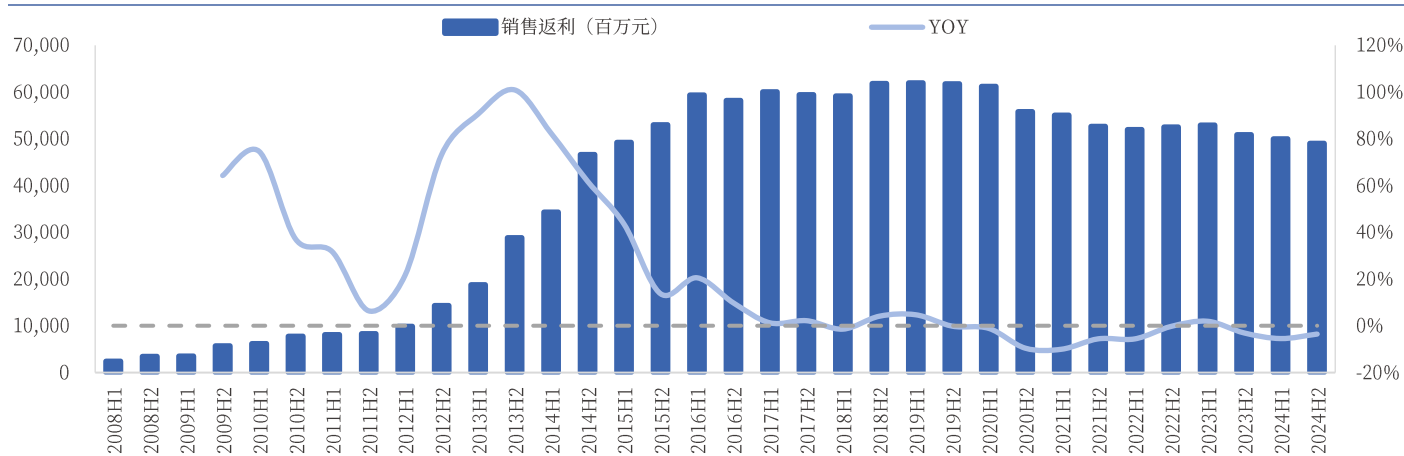
图14：公司归母净利润（半年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

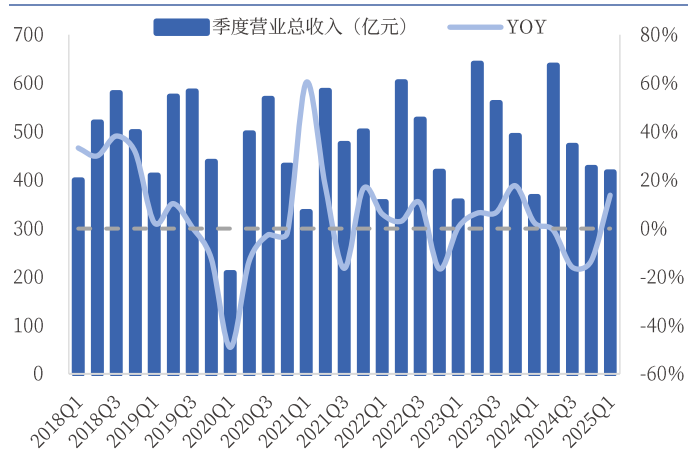
图15：公司其他流动负债-销售返利（半年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

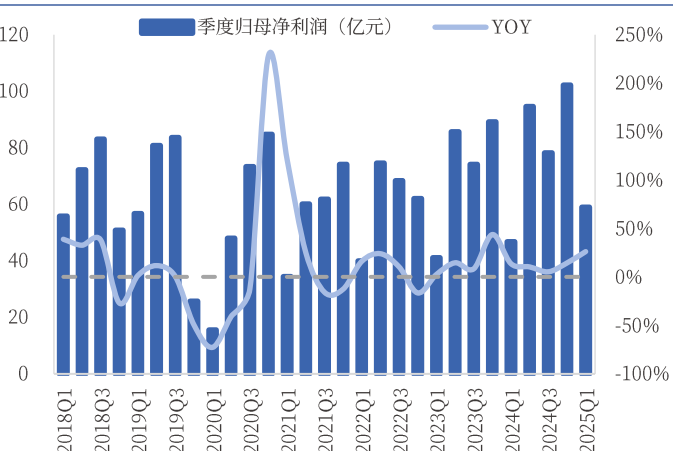
公司于 24Q1/24Q2/24Q3/24Q4/25Q1 分别实现营业总收入 366/637/471/426/416 亿元，分别同比+2.5%/-0.6%/-15.9%/-13.4%/+13.8%；归母净利润 47/95/78/102/59 亿元，分别同比+13.8%/+10.5%/+5.5%/+14.5%/+26.3%。

图16：公司营业总收入（季度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图17：公司归母净利润（季度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（三）重要子公司数据

公司重要子公司盾安环境 2024 年实现营收 127 亿元，同比+11.4%，24H1/24H2 分别同比+13.9%/+9.0%；归母净利润 10 亿元，同比+41.6%，24H1/24H2 分别同比+44.0%/+39.6%。

分产品来看，制冷配件 2024 年实现 96 亿元，同比+13.7%，24H1/24H2 分别同比+15.7%/+11.5%。制冷设备 2024 年实现 15 亿元，同比-9.2%，24H1/24H2 分别同比+2.9%/-17.8%。汽车热管理 2024 年实现 8 亿元，同比+71.7%，24H1/24H2 分别同比+93.2%/+62.9%。

表2：盾安环境营业收入拆分及归母净利润

	2023	2024	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2
营业收入（百万元）	11,382	12,678	5,573	5,809	6,346	6,333
制冷配件	8,456	9,612	4,298	4,158	4,974	4,638
制冷设备	1,646	1,496	685	962	705	791
汽车热管理	473	812	137	336	265	547
其他业务	807	759	453	354	402	357
营业收入 YOY	11.5%	11.4%	14.0%	9.2%	13.9%	9.0%
制冷配件	8.7%	13.7%	9.7%	7.8%	15.7%	11.5%
制冷设备	10.5%	-9.2%	-1.0%	20.5%	2.9%	-17.8%
汽车热管理	136.5%	71.7%	158.5%	128.6%	93.2%	62.9%
其他业务	8.6%	-6.0%	98.1%	-31.2%	-11.3%	0.8%
毛利率	19.2%	18.2%	19.2%	19.2%	18.0%	18.4%
制冷配件	19.4%	18.6%	20.1%	18.8%	18.5%	18.7%
制冷设备	24.7%	21.1%	25.3%	24.3%	22.2%	20.1%
汽车热管理	22.4%	23.1%	17.4%	24.4%	21.1%	24.1%
其他业务	3.5%	2.7%	2.4%	4.9%	2.3%	3.1%
归母净利润（百万元）	738	1,045	329	409	474	571
归母净利润 YOY	-11.5%	41.6%	-44.2%	67.1%	44.0%	39.6%

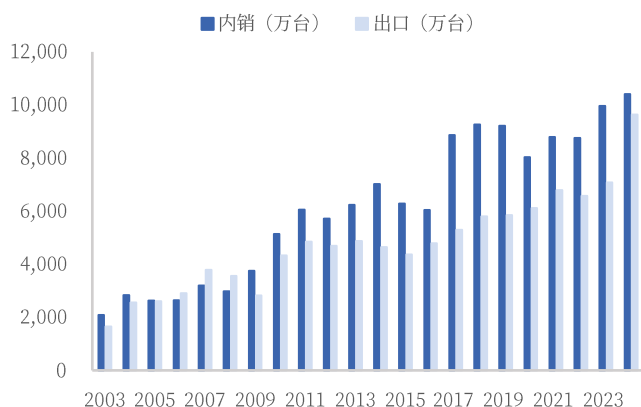
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、暖通空调产业继续增长

（一）家用空调：2024 年家用空调内外销高景气

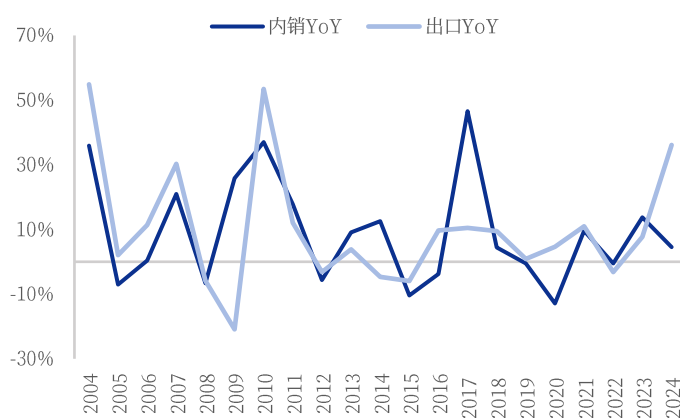
2024 年家用空调是景气的一年。内销在 2024 年第四季度受益于国家补贴政策刺激，全年实现增长。产业在线数据，2024 年家用空调累计内销规模达 10415 万台，同比增长 4.57%，其中 4Q2024 内销量同比+24%，政策拉动效果显著。出口方面，2024 年出口 9641 万台，同比增长 36.08%，表现超预期。

图18：空调年度内销和出口规模



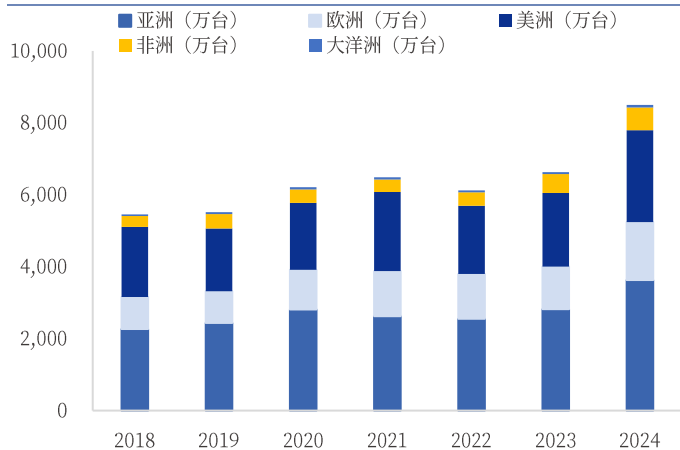
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图19：空调年度内销、出口出货量同比增速



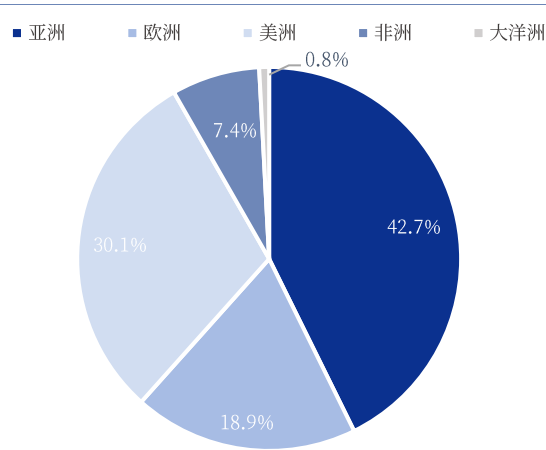
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图20：中国家用空调分区域出口出货量



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图21：中国家用空调出口出货量区域结构（2024 年）



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 1-3 月空调内销出货 2735 万台，同比+6.2%，4 月、5 月、6 月、7 月内销排产分别较 2024 年同期出货实绩增长 9.1%、15.40%、28.80%、36.70%。从 AVC 零售监测角度，2025 年 3 月空调线上、下零售额分别同比 8.4%、-4.3%，线上消费有所复苏。

出口方面，2025 年 1-3 月 3152 万台，同比+24.5%，4 月、5 月、6 月、7 月出口排产分别较

2024 年同期出货实绩变化+7.50%/-1.60%/-12.00%/-16.70%，随着同比基数偏高，出口增速回落。

（二）1Q2025 家用空调内销市场持续增长，但竞争加剧

空调内销保持增长，行业对 2Q25 出货预期乐观。 1) 相比 4Q2024 以旧换新刚推行的时期，零售增速放缓，但依然保持增长。AVC 零售监测，1Q25 空调推总零售额分别同比-1.9%。产业在线数据，2025 年 3 月空调内销出货量 1278 万台，同比+3.5%；1Q25 同比+6.2%。2) 行业对未来一个季度的空调内销需求抱有期待。当前市场有国家补贴，且 2024 年 4-7 月空调内销零售需求偏弱，基数较低。产业在线数据，4 月、5 月、6 月、7 月内销排产分别较 2024 年同期出货实绩增长 9.1%、15.40%、28.80%、36.70%。

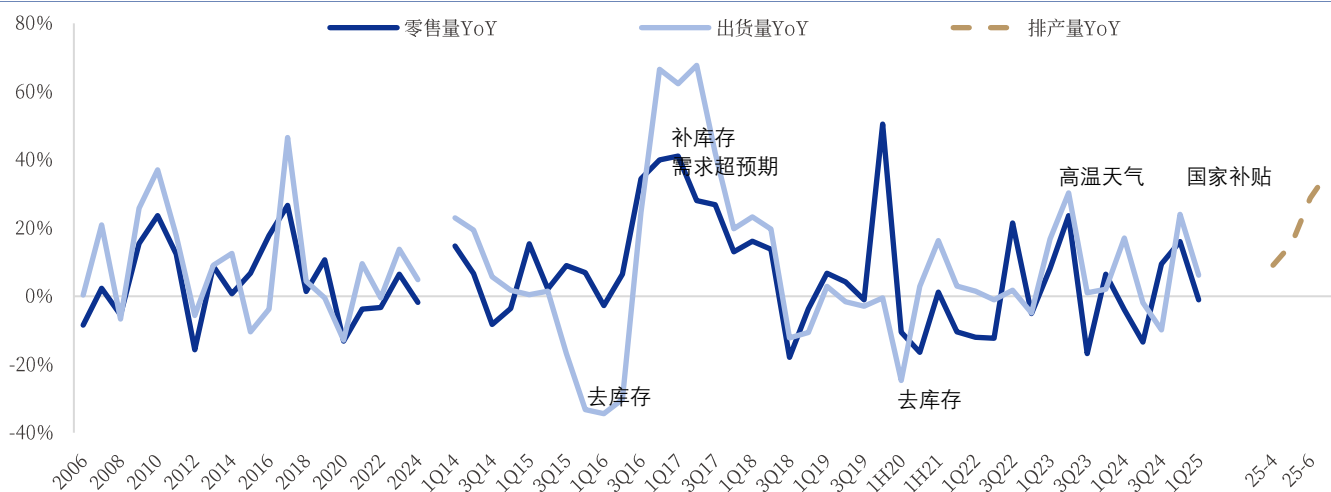
空调线上竞争加剧，但小米带来的竞争压力趋缓。

1) 2023 年以来，空调市场竞争格局较好，空调一线二线公司普遍盈利能力改善明显，且处于较高的水平。

2) 2025 年政府为消费品以旧换新准备 3000 亿元特别长期国债，按照 2024 年的补贴消耗速度，预计可支撑到 2025 年第三季度。为获得更多的补贴，空调企业已经开始争夺市场份额，空调零售价格开始下行。2024 年 9 月受益国家补贴，空调线上线下销售结构改善，零售价格同比开始上涨。2025 年 3 月，空调线下零售均价同比上涨幅度较 2024 年 9~12 月缩窄，空调线上性价比机型增加，线上零售均价同比小幅下降。

3) 小米空调自 2024 年 5 月之前份额持续上升，5 月以来市场份额稳定。2024 年 9 月起，小米致力于改善销售结构，产品性价比下降，线上零售均价明显提升。1Q25，受益于零售量份额以及当前均价明显提升，1Q25 小米线上空调零售额同比+84%。由于不再具有低同比基数，我们预计 2Q25 开始增速将明显放缓。

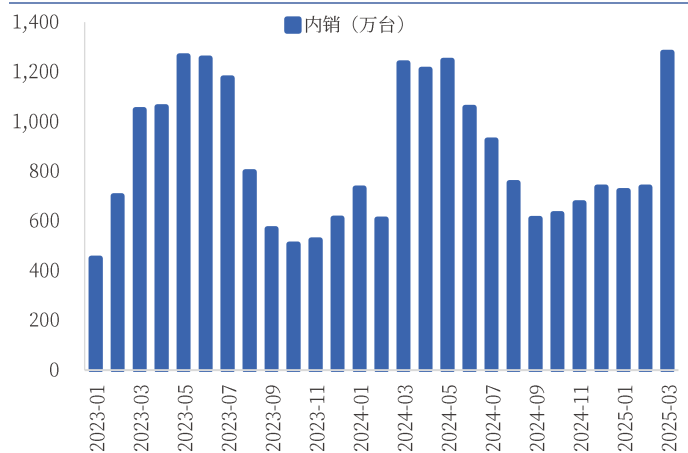
图22：中国家用空调市场零售量与出货量周期



资料来源：产业在线，奥维云网 AVC，中国银河证券研究院

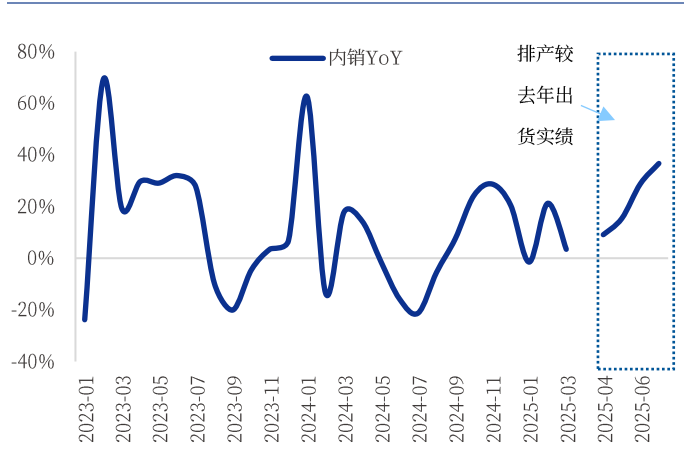
备注：排产量 YOY 指内销排产较去年同期内销出货实绩变化

图23: 家用空调内销出货量 (单月)



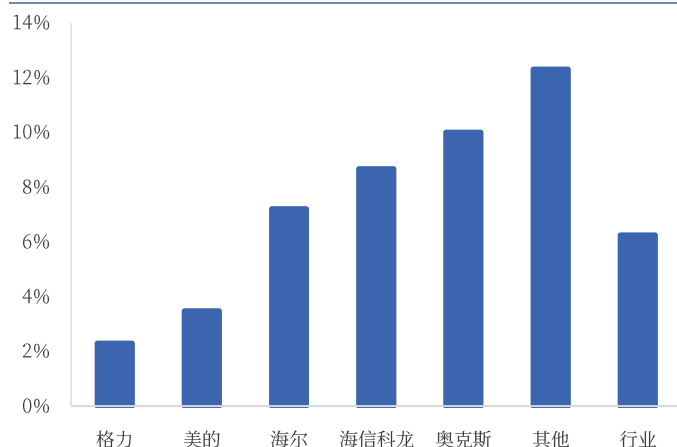
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图24: 家用空调内销出货量及排产同比增速 (单月)



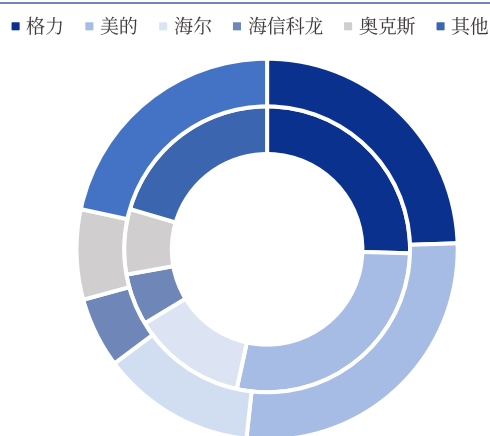
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图25: 家用空调主要品牌内销出货量增速 (25Q1)



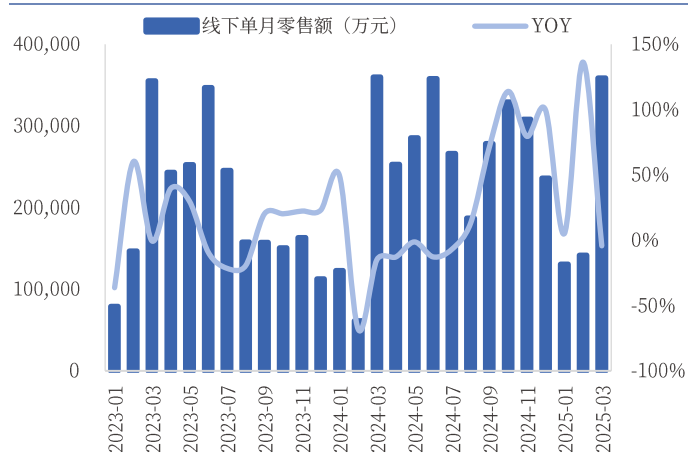
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图26: 家用空调主要品牌内销出货量份额 (外 25Q1, 内 24Q1)



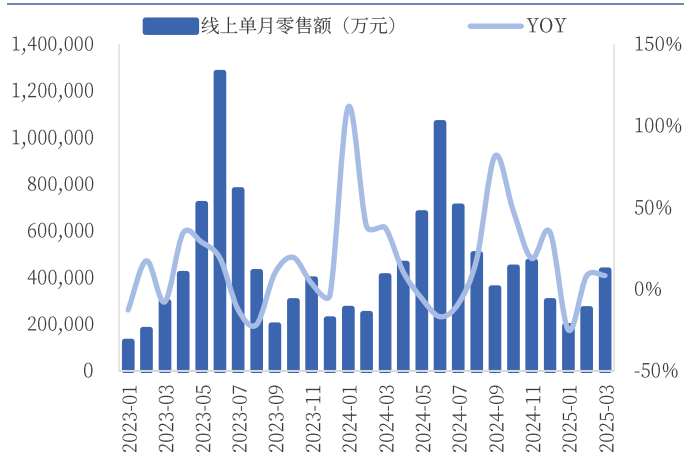
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图27: 空调线下零售市场零售额监测 (单月)



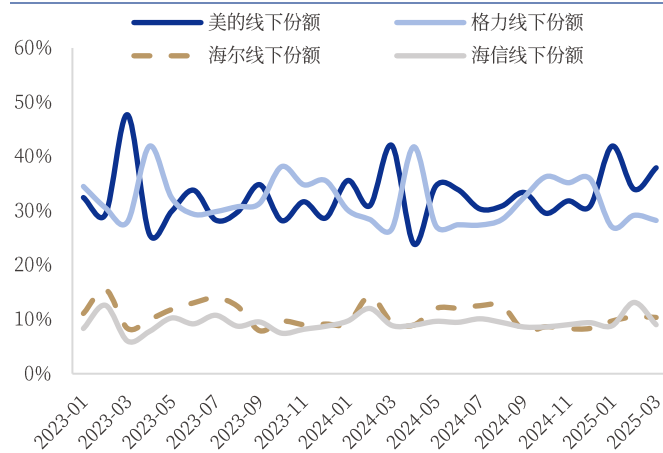
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图28: 空调线上零售市场零售额监测 (单月)



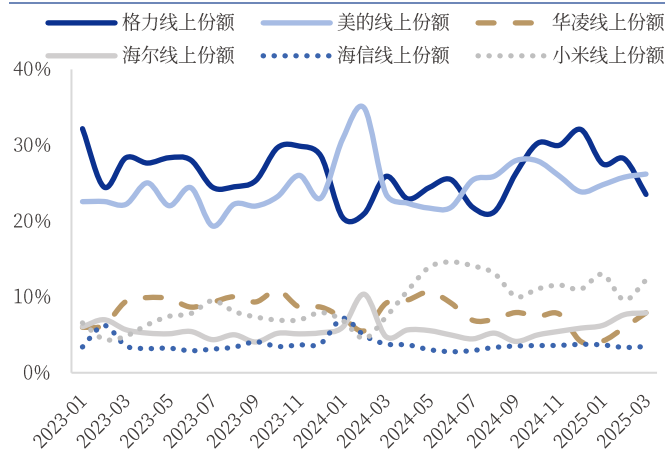
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图29：空调线下零售市场主要品牌零售额份额（单月）



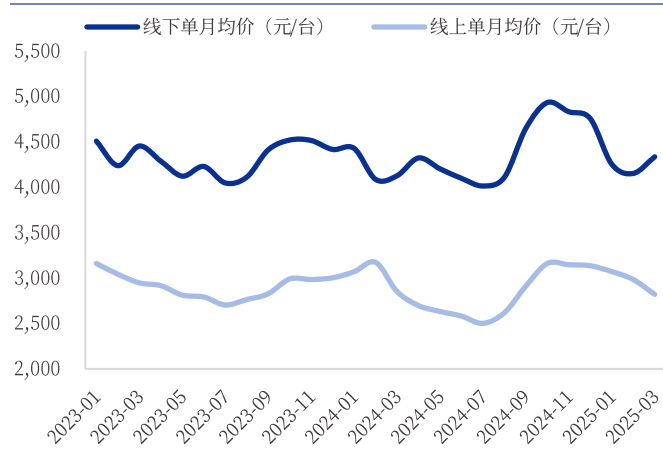
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图30：空调线上零售市场主要品牌零售额份额（单月）



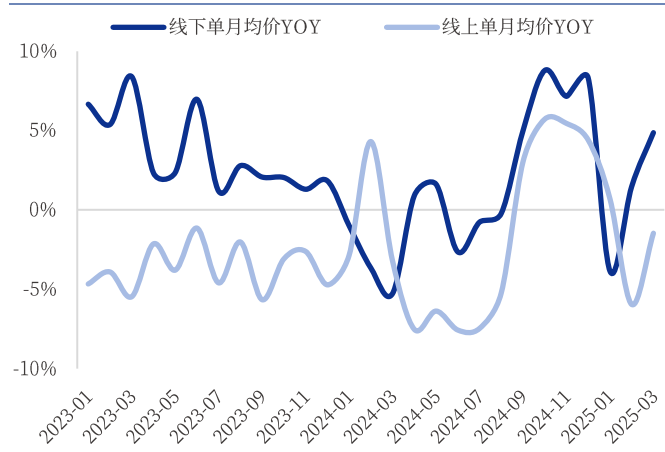
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图31：空调线下、线上零售均价（单月）



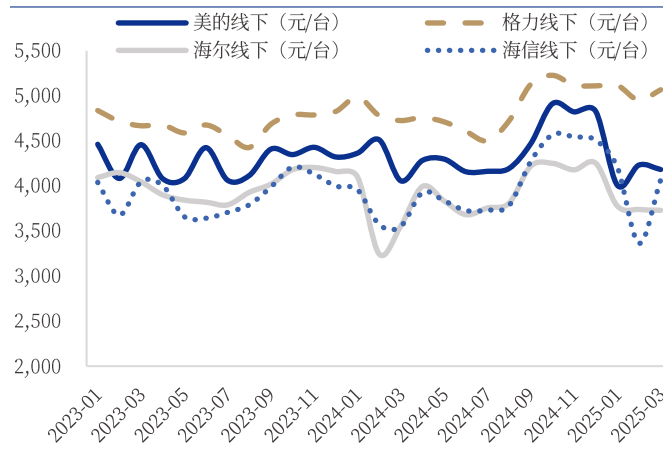
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图32：空调线下、线上零售均价同比增长率（单月）



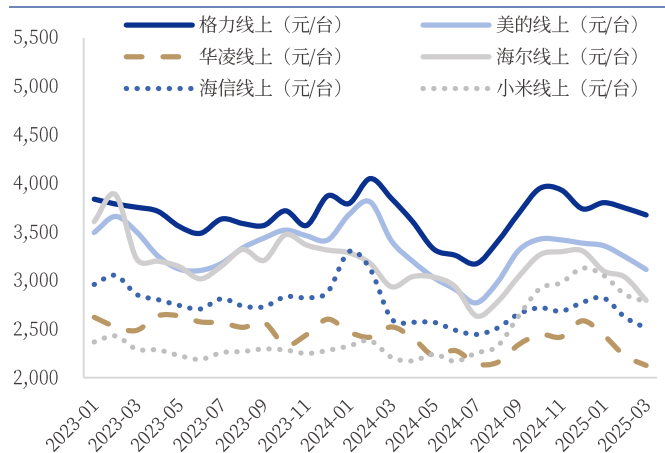
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图33：空调线下零售市场主要品牌零售均价（单月）



资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图34：空调线上零售市场主要品牌零售均价（单月）



资料来源：AVC，中国银河证券研究院

（三）1Q2025 家用空调出口增长依然快，但美国订单将转移到泰国

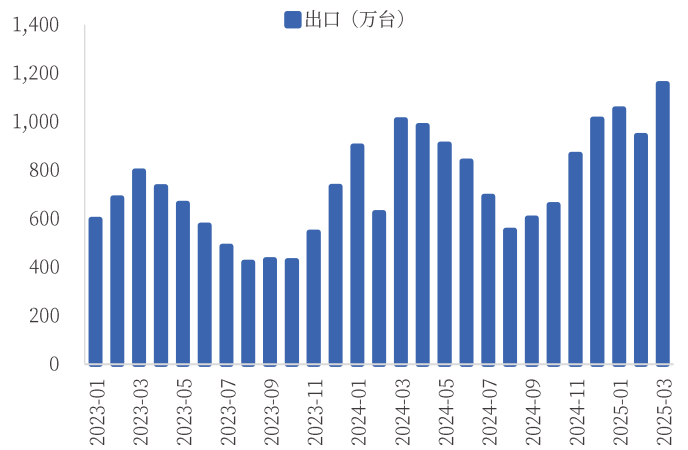
空调出口未来很快会下滑，但更需关注企业海外生产基地。

1) 2024 年以来空调出口持续超预期。产业在线数据，2024 年、1Q25 空调出口出货量分别同比+36.1%、+24.5%。

2) 由于同比基数快速提升，以及针对美国的出口订单向泰国的转移，产业在线数据，4、5、6、7 月空调出口排产量较去年出货实绩分别变化+7.50%、-1.60%、-12.00%、-16.70%，考虑到近期美国大幅提高进口自中国商品的关税，我们预计未来几个月实际空调出口量数据将低于产业在线预测的排产量。

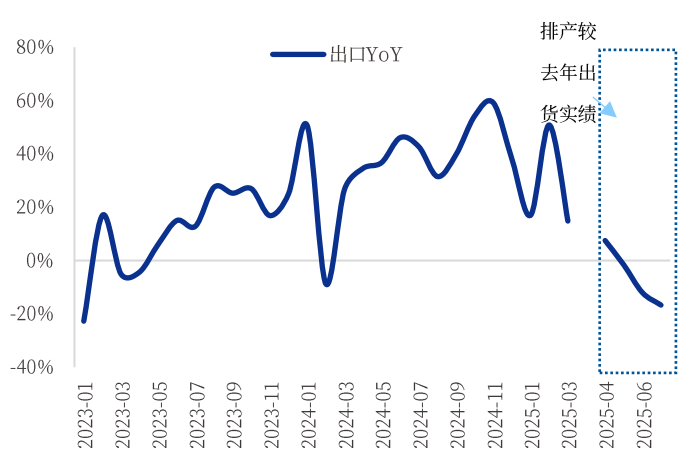
3) 美的等空调龙头已具备海外生产能力，其中泰国是除中国外主要的空调生产基地。2024 年美国空调类产品（SITC 7415）进口中从泰国进口占 8.8%，我们预计未来中国对美出口订单大部分将转移到泰国。美国关税风险有一定影响，但对于优质上市公司，海外供应链建设能够对冲风险。

图35：家用空调出口出货量（单月）



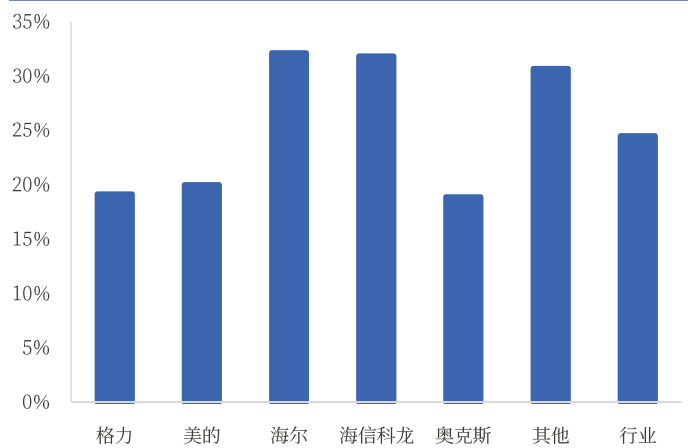
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图36：家用空调出口出货量及排产同比增速（单月）



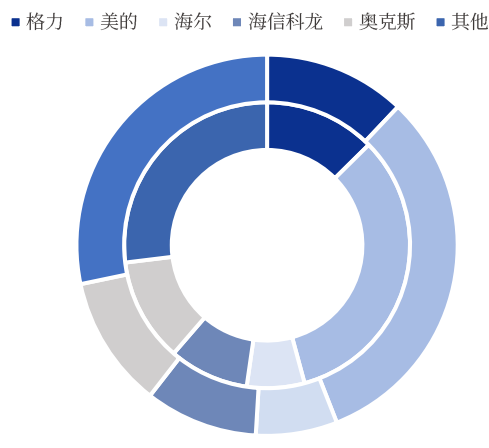
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图37：家用空调主要品牌出口出货量增速（25Q1）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图38：家用空调主要品牌出口出货量份额（外 25Q1，内 24Q1）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

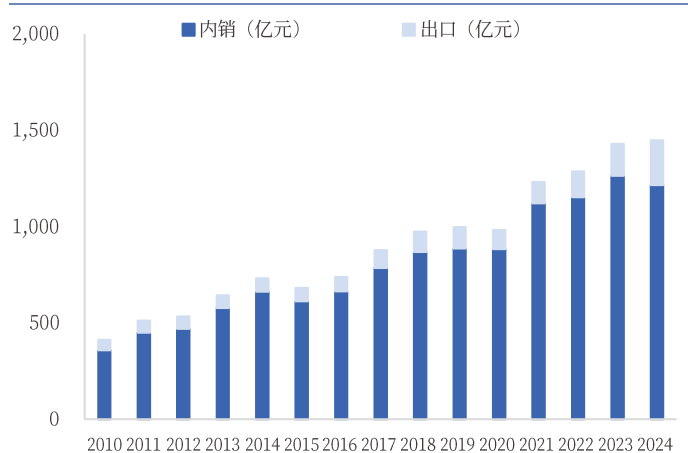
（四）中央空调内销有压力，但出口持续保持增长

中央空调内销受房地产市场持续低迷，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 1215 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 1-2 月中央空调内销规模为 189 亿元，同比增长 5.7%，内销有所复苏。

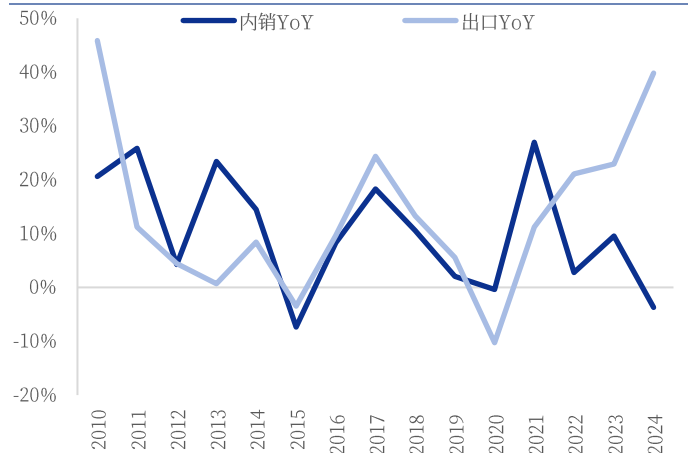
中国企业全球竞争力提升，份额提升带动出口近年较好增长。产业在线数据，2024 年中央空调出口额达 232 亿元，同比增长 39.8%；2025 年 1-2 月，出口销售额达 34 亿元，同比增长 31.2%，表现延续强劲。

图39：中央空调内销、出口规模（年度）



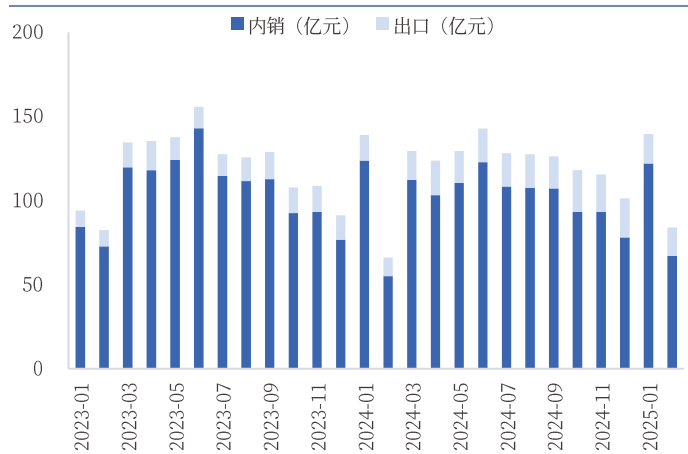
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图40：中央空调内销、出口规模同比增速（年度）



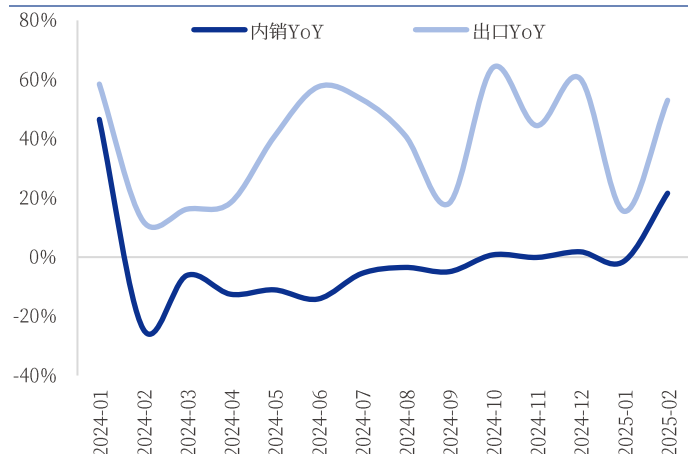
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图41：中央空调内销、出口规模（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图42：中央空调内销、出口规模同比增速（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

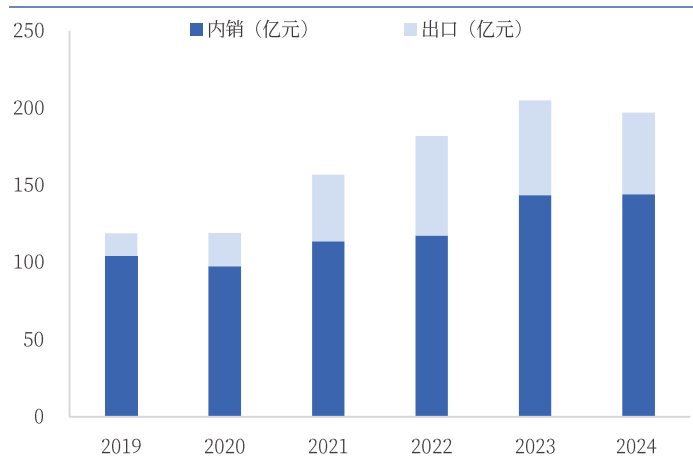
（五）国内推动热泵行业高质量发展，出口见底反弹

内销方面，有望受益于利好政策发布。2025 年 4 月 2 日，国家发展改革委等部门联合印发了《推动热泵行业高质量发展行动方案》，政策重视热泵在国内建筑、工业、农业、交通等重点领域应用，提出到 2030 年重点热泵产品能效提升 20% 以上，大功率高温热泵、高效压缩机、新型制冷剂核心技术将取得突破。根据产业在线数据，2024 年热泵内销额达 144 亿元，同比微增 0.4%；2025 年 1-2 月内销额达 23 亿元，同比增长 38.7%。随着政策发力，国内热泵销售有望得到支撑，对应 1000 亿级市场空间。

出口方面，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。由于同比基数偏低，2025 年，1-2

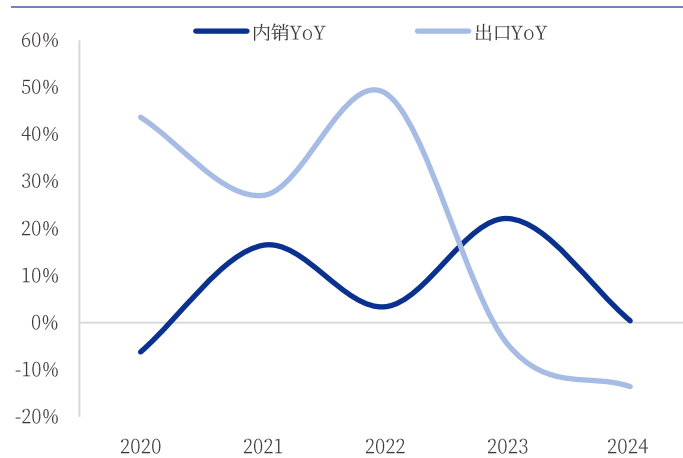
月热泵出口同比增长 11.9%。展望未来,预计随着欧洲部分国家补贴重启,热泵出口有望延续改善。

图43: 热泵内销、出口规模(年度)



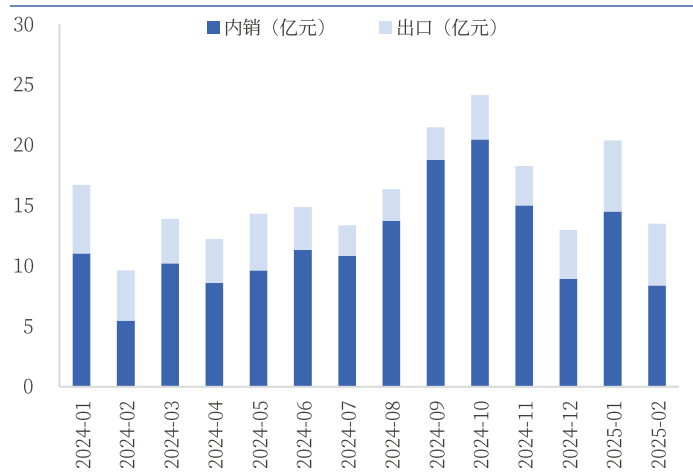
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图44: 热泵内销、出口规模同比增速(年度)



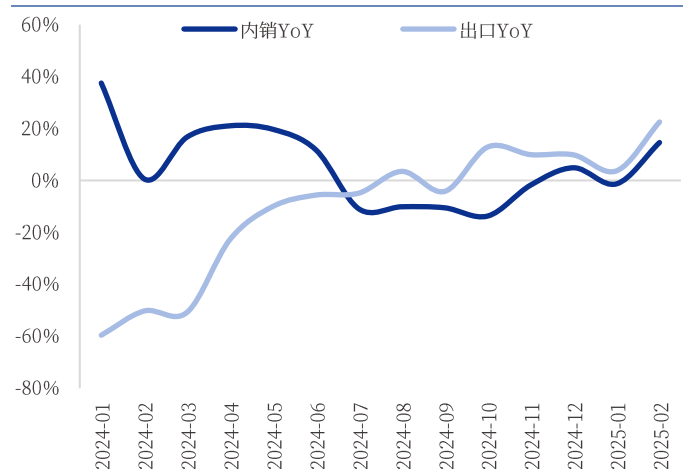
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图45: 热泵内销、出口规模(月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图46: 热泵内销、出口规模同比增速(月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

三、投资建议

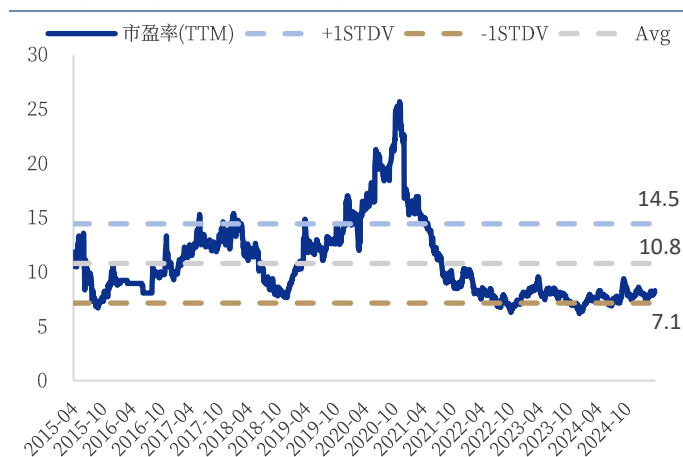
我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 2026/2163/2285 亿元，分别同比增长 6.6%/6.8%/5.7%，归母净利润 353/373/399 亿元，分别同比增长 9.8%/5.7%/6.8%，EPS 分别为 6.31/6.66/7.12 元每股，当前股价对应 7.2x/6.8x/6.4x P/E。考虑到公司偏低的估值水平，未来较高的分红收益率水平，维持“推荐”评级。

表3：主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	190,038	202,595	216,272	228,491
收入增速	-7.3%	6.6%	6.8%	5.7%
归母净利润（百万元）	32,185	35,330	37,330	39,859
利润增速	10.9%	9.8%	5.7%	6.8%
摊薄 EPS(元)	5.75	6.31	6.66	7.12
PE	7.9	7.2	6.8	6.4

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图47：格力电器历史估值区间（市盈率 TTM）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图48：格力电器历史估值区间（市盈率 预测）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

四、风险提示

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（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	224,803	253,490	274,894	299,982
现金	113,900	129,271	152,625	172,897
应收账款	16,832	16,552	17,943	19,298
其它应收款	870	867	929	1,002
预付账款	1,530	2,140	2,195	2,178
存货	27,911	33,333	33,540	35,305
其他	63,760	71,326	67,662	69,301
非流动资产	143,229	143,871	143,412	142,894
长期投资	7,395	7,395	7,395	7,395
固定资产	36,996	38,043	37,990	37,879
无形资产	10,439	10,034	9,629	9,221
其他	88,398	88,398	88,398	88,398
资产总计	368,032	397,361	418,306	442,875
流动负债	201,125	212,645	215,458	220,454
短期借款	39,010	39,010	39,010	39,010
应付账款	47,091	41,046	46,415	50,300
其他	115,025	132,589	130,034	131,144
非流动负债	25,393	25,361	25,370	25,374
长期借款	18,230	18,230	18,230	18,230
其他	7,163	7,131	7,140	7,145
负债总计	226,518	238,006	240,827	245,828
少数股东权益	4,097	4,310	4,535	4,776
归属母公司股东权益	137,417	155,045	172,943	192,271
负债和股东权益	368,032	397,361	418,306	442,875
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	29,369	39,113	48,295	46,960
净利润	32,371	35,543	37,555	40,100
折旧摊销	5,257	5,957	6,555	7,212
财务费用	-3,108	0	0	0
投资损失	-765	-605	-646	-683
营运资金变动	-3,702	-5,376	5,225	973
其它	-683	3,594	-394	-642
投资活动现金流	-15,558	-6,009	-5,519	-6,162
资本支出	-3,117	-6,614	-6,165	-6,844
长期投资	-13,785	0	0	0
其他	1,343	605	646	683
筹资活动现金流	-23,703	-17,733	-19,423	-20,526
短期借款	12,566	0	0	0
长期借款	-20,806	0	0	0
其他	-15,463	-17,733	-19,423	-20,526
现金净增加额	-9,773	15,371	23,353	20,272

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	190,038	202,595	216,272	228,491
营业成本	133,496	140,947	149,756	158,194
税金及附加	1,799	1,909	2,106	2,181
销售费用	9,753	10,078	10,765	11,377
管理费用	6,058	6,179	6,800	7,149
研发费用	6,904	6,913	7,459	7,997
财务费用	-3,300	-2,278	-2,585	-3,052
资产减值损失	-687	-168	-218	-242
公允价值变动收益	-274	0	0	0
投资收益及其他	2,620	2,921	2,021	2,076
营业利润	36,988	41,599	43,775	46,480
营业外收入	72	87	96	85
营业外支出	165	156	166	162
利润总额	36,896	41,530	43,704	46,403
所得税	4,525	5,987	6,149	6,303
净利润	32,371	35,543	37,555	40,100
少数股东损益	186	213	225	241
归属母公司净利润	32,185	35,330	37,330	39,859
EBITDA	38,852	45,208	47,674	50,562
摊薄 EPS（元）	5.75	6.31	6.66	7.12
主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	-7.3%	6.6%	6.8%	5.7%
营业利润增长率	12.5%	12.5%	5.2%	6.2%
归属母公司净利润增长	10.9%	9.8%	5.7%	6.8%
毛利率	29.4%	30.1%	30.4%	30.5%
净利率	17.1%	17.6%	17.4%	17.6%
ROE	23.4%	22.8%	21.6%	20.7%
ROIC	13.7%	14.4%	14.1%	13.8%
资产负债率	61.5%	59.9%	57.6%	55.5%
净资产负债率	160.1%	149.4%	135.7%	124.8%
流动比率	1.12	1.19	1.28	1.36
速动比率	0.78	0.85	0.93	1.02
总资产周转率	0.51	0.53	0.53	0.53
应收账款周转率	11.49	12.08	12.48	12.22
应付账款周转率	3.03	3.20	3.42	3.27
每股收益	5.75	6.31	6.66	7.12
每股经营现金	5.24	6.98	8.62	8.38
每股净资产	24.53	27.68	30.87	34.33
P/E	7.87	7.17	6.79	6.35
P/B	1.84	1.63	1.46	1.32
EV/EBITDA	5.48	4.37	3.65	3.04
PS	1.34	1.26	1.18	1.11

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。

刘立思，家电和轻工行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，主要从事家电和轻工行业研究工作。

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