

## 渠道经营持续提效

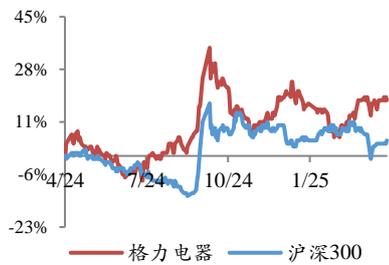
——格力电器 24A&25Q1 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-28

收盘价（元）	45.22
近 12 个月最高/最低（元）	52.73/36.74
总股本（百万股）	5,601
流通股本（百万股）	5,515
流通股比例（%）	98.46
总市值（亿元）	2,533
流通市值（亿元）	2,494

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：唐楚彦

执业证书号：S0010124070002

邮箱：tangchuyan@hazq.com

### 相关报告

1. 格力电器 24Q3：经营提质增效  
2024-10-31
2. 格力电器 24Q2：盈利水平提升  
2024-09-01
3. 格力电器：渠道改革收效，以旧换新  
加码 2024-06-12

### 主要观点：

#### ● 公司发布 24A&25Q1 业绩报告：

- 25Q1：营业收入 415.07 亿元（同比+14.14%），归母净利润 59.04 亿元（同比+26.29%）；扣非归母净利润 57.17 亿元（同比+26.34%）；
- 24Q4：营业收入 424.41 亿元（同比-13.34%），归母净利润 102.24 亿元（同比+14.55%）；扣非归母净利润 89.37 亿元（同比+7.02%）；
- 24 年：营业收入 1891.64 亿元（同比-7.26%），归母净利润 321.85 亿元（同比+10.91%）；扣非归母净利润 301.00 亿元（同比+9.19%）。

#### ➤ 25Q1 超市场预期。

#### ● 收入分析：国补支撑家用空调内销

- 25Q1：参考行业监测格力家用空调产业在线出货量总量/内销量/外销量分别同比+8%/+2%/+19%（24Q4 分别同比+11%/+7%/+21%）、奥维空调内销零售额同比+13%（24Q4 同比+59%）。家用空调整体维持较好增长；
- 24A：公司全年家用电器/工业制品及绿色能源/智能装备/其他主营/其他业务分别同比-4.29%/+0.80%/-36.68%/+122.29%/-33.88%；内销/外销分别同比-5.45%/+12.25%（主营占比 8:2）；其中 24Q4 参考行业监测家用空调产业在线出货量总量/内销量/外销量分别同比+11%/+7%/+21%（Q3 分别同比-7%/-20%/+43%）、奥维空调内销零售额同比+59%（Q3 同比+7%）。国补带动内销显著加速。预计 Q4 总营收同比下滑主因空调外其他业务波动。

#### ● 利润分析：渠道经营继续提效

- 25Q1：毛利率 27.4%同比-1.2pct，但净利率 14.2%同比+1.4pct 受益费用优化，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.0/-1.4/+0.001/-0.1pct，四费合计-2.5pct；
- 24Q4：受会计准则调整影响 24Q4 毛利率同比-3.3pct/销售费用率同比-4.1pct，看 24A 毛利率同比+0.001pct，净利率同比+2.8pct 受益费用优化，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.1/-0.005/+0.3/-0.02pct，四费合计-1.8pct。

#### ● 余粮/分红：下游积极/分红提高

- 余粮充足：25Q1/24Q4 期末合同负债分别为 182/125 亿元，相较上期末分别+46%/+15%；25Q1/24Q4 经营现金流分别为 110/167 亿元，分别同比+474%/-0.9%，国补支撑下下游积极、余粮充足；

➤ **分红提高:** 24A 拟每 10 股派 20 元, 分红率 52% (上年 45%)。

● **投资建议:**

➤ **我们的观点:**

收入端, 公司空调内销主导, 内销受国补支撑且空调夏旺季潜在需求仍可期、外销受海外制约较小。利润端, 25 年格力进一步收编并表全国销售公司、并发布董明珠健康家战略, 持续推进渠道扁平化改革下有望进一步提效。

**盈利预测:** 基于公司最新业绩表现, 我们调整 25-26 年盈利预测, 并新增 27 年盈利预测。预计 2025-2027 年公司收入 2060.40/2146.22/2216.82 亿元 (25-26 年前值 2247.30/2340.59 亿元), 同比+8.4%/+4.2%/+3.3%, 归母净利润 370.73/399.88/414.90 亿元 (25-26 年前值 340.50/361.76 亿元), 同比 +15.2%/+7.9%/+3.8%; 对应 PE 6.8/6.3/6.1X, 维持“买入”评级。

● **风险提示:**

行业竞争加剧, 政策不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	190038	206040	214622	221682
收入同比 (%)	-7.3%	8.4%	4.2%	3.3%
归属母公司净利润	32185	37073	39988	41490
净利润同比 (%)	10.9%	15.2%	7.9%	3.8%
毛利率 (%)	29.4%	29.8%	29.7%	29.6%
ROE (%)	23.4%	21.2%	18.6%	16.2%
每股收益 (元)	5.83	6.62	7.14	7.41
P/E	7.80	6.83	6.33	6.10
P/B	1.85	1.45	1.18	0.99
EV/EBITDA	5.47	3.77	2.73	1.81

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2025 年 4 月 25 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	224803	280699	310259	369436	<b>营业收入</b>	190038	206040	214622	221682
现金	113900	148861	190319	234675	营业成本	133655	143943	150245	155377
应收账款	16832	16555	18628	17924	营业税金及附加	1799	1845	2007	2048
其他应收款	870	657	1061	704	销售费用	9753	7175	6407	7281
预付账款	1530	2056	2080	2112	管理费用	6058	6150	6407	6619
存货	27911	42184	29395	44565	财务费用	-3300	-40	-905	-1935
其他流动资产	63760	70386	68776	69455	资产减值损失	-687	-222	-248	-255
<b>非流动资产</b>	143229	143416	142689	141715	公允价值变动收益	-274	0	0	0
长期投资	4356	4156	3956	3756	投资净收益	560	390	451	481
固定资产	36996	39440	40759	41397	<b>营业利润</b>	36988	42059	45489	47212
无形资产	10439	10264	9914	9617	营业外收入	72	0	0	0
其他非流动资产	91438	89556	88059	86946	营业外支出	165	0	0	0
<b>资产总计</b>	368032	424115	452948	511150	<b>利润总额</b>	36896	42059	45489	47212
<b>流动负债</b>	201125	221009	210528	227873	所得税	4525	5840	6195	6365
短期借款	39010	39210	39360	39460	<b>净利润</b>	32371	36219	39294	40847
应付账款	47091	36868	52888	40839	少数股东损益	186	-853	-694	-642
其他流动负债	115025	144931	118281	147575	<b>归属母公司净利润</b>	32185	37073	39988	41490
<b>非流动负债</b>	25393	25373	25393	25403	EBITDA	39184	47263	50063	51027
长期借款	18230	18210	18230	18240	EPS (元)	5.83	6.62	7.14	7.41
其他非流动负债	7163	7163	7163	7163					
<b>负债合计</b>	226518	246382	235921	253276					
少数股东权益	4097	3243	2549	1907					
股本	5601	5601	5601	5601					
资本公积	472	472	472	472					
留存收益	131343	168416	208404	249894					
归属母公司股东权益	137417	174489	214478	255968					
<b>负债和股东权益</b>	368032	424115	452948	511150					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	29369	43018	48857	51844
净利润	32371	36219	39294	40847
折旧摊销	5257	5549	5825	6103
财务费用	-3108	2807	2816	2823
投资损失	-765	-390	-451	-481
营运资金变动	-3473	-1252	1268	2424
其他经营现金流	34932	37556	38131	38551
<b>投资活动现金流</b>	-15558	-5431	-4752	-4775
资本支出	-3117	-5555	-4960	-5021
长期投资	-13785	-265	-243	-236
其他投资现金流	1343	390	451	481
<b>筹资活动现金流</b>	-23703	-2627	-2646	-2713
短期借款	12566	200	150	100
长期借款	-20806	-20	20	10
普通股增加	-30	0	0	0
资本公积增加	-880	0	0	0
其他筹资现金流	-14553	-2807	-2816	-2823
<b>现金净增加额</b>	-9773	34960	41459	44356

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-7.3%	8.4%	4.2%	3.3%
营业利润	12.5%	13.7%	8.2%	3.8%
归属于母公司净利润	10.9%	15.2%	7.9%	3.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	29.4%	29.8%	29.7%	29.6%
净利率 (%)	17.0%	18.1%	18.7%	18.8%
ROE (%)	23.4%	21.2%	18.6%	16.2%
ROIC (%)	13.8%	14.3%	13.1%	11.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	61.5%	58.1%	52.1%	49.6%
净负债比率 (%)	160.1%	138.6%	108.7%	98.2%
流动比率	1.12	1.27	1.47	1.62
速动比率	0.78	0.90	1.14	1.25
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.51	0.52	0.49	0.46
应收账款周转率	11.49	12.28	12.14	12.07
应付账款周转率	3.03	3.43	3.34	3.31
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	5.83	6.62	7.14	7.41
每股经营现金流 (摊薄)	5.24	7.68	8.72	9.26
每股净资产	24.53	31.15	38.29	45.70
<b>估值比率</b>				
P/E	7.80	6.83	6.33	6.10
P/B	1.85	1.45	1.18	0.99
EV/EBITDA	5.47	3.77	2.73	1.81

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**联系人：**唐楚彦，武汉大学金融学学士，伦敦大学学院金融学硕士，3年消费行业研究经验。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。