

高股息锚定长期价值，25Q1 盈利强化

华泰研究

2025 年 4 月 28 日 | 中国内地

年报点评

白色家电

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

56.07

研究员

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

樊俊豪

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570518120001
SFC No. BPX070

王森泉

wangsenquan@htsc.com
+(86) 755 2398 7489

研究员

SAC No. S0570521100002

周衍峰

zhouyanfeng@htsc.com

+(86) 21 2897 2228

公司披露 2024 年报及 25 一季报：2024 年实现总营收 1900.38 亿元，同比-7.31%，归母净利 321.85 亿元，同比+10.91%，25Q1 总营收/归母净利分别同比+13.78%/+26.29%。24 年公司归母净利基本符合预期（预期 333.96 亿元），而 25Q1 净利表现较强，主要受益于费用率优化。虽有美国加征关税挑战，但以旧换新稳固内销需求，公司份额稳定，有望享受政策红利。同时公司在中期每股分红 1 元的基础上，年报每股再分红 2 元，股息率达 6.66%，结合公司股东回报规划，我们认为公司有望保持较高分红率水平，仍是家电板块低估值、高股息标杆。维持“买入”评级。

24 年空调主业具备韧性，25Q1 政策红利继续释放

主业表现稳健，24 年家用电器收入为 1486 亿元，同比-4.29%，我们认为主要受到内销量下滑及线上均价波动影响。1) 出货量：根据产业在线数据，24 年公司空调出货量同比+0.8%（内外销分别-5.7%/+18.8%）。2) 均价：奥维云网数据显示，24 年格力品牌空调线上/线下 KA 零售均价分别同比-1.88%/+4.33%。25Q1，考虑到公司空调出货量同比+7.8%（内外销分别+2.3%/+19.1%），线上/线下 KA 零售均价分别同比-3.92%/+5.32%，我们认为公司家用电器收入或明显恢复。展望 Q2，公司内销量及均价同比基数均较低，基于家电以旧换新补贴及空调旺季，我们预计公司有望享受政策红利，家用电器业务或能积极成长。其他各业务有所拖累，24 年工业制品及绿色能源收入 172.5 亿元(+0.8%)、智能装备 4.24 亿(-36.7%)、其他主营 34.85 亿(+122.3%)、其他业务收入 194.5 亿（同比-33.9%）。

24 及 25Q1 毛销差保持积极态势

公司 24 年毛利率为 29.4%，同比基本持平（虽然各项业务毛利率下降，但由于低毛利率的其他业务收入占比下降，整体毛利率相对稳定）。而 25Q1 毛利率同比-1.2pct。24 年公司期间费用率同比-1.77pct，主要由于销售费用率同比-2pct（渠道营销模式变化），而 25Q1 期间费用同比-2.5pct，公司毛销差保持积极态势。

内销高占比，且高股息锚定长期价值

考虑到其他业务拖累，我们下调了收入预期，考虑到准则调整及线上均价波动，我们下调了毛利率预期，预测 25-27 年 EPS 为 6.23/6.71/7.12 元（25-26 年分别下调 10%/14%），截至 2025/4/25，Wind 可比公司 25 年一致预期平均 PE 为 11x，考虑到公司外销占比低（24 年仅 15%）、高股息防御属性强，关税波动背景下具备优势，但市场仍存多元业务拓展偏慢担忧，给予公司 25 年 9xPE 估值，对应目标价 56.07 元（前值 58.74 元，基于 25 年 8.5xPE）。

风险提示：以旧换新不及预期；行业竞争加剧；多元化拓展迟缓。

经营预测指标与估值

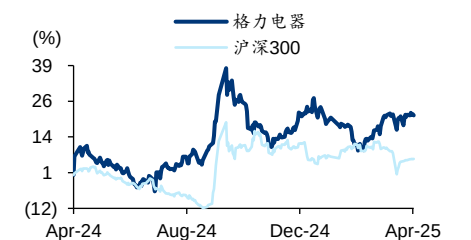
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	205,018	190,038	201,548	212,776	224,691
+/-%	7.82	(7.31)	6.06	5.57	5.60
归属母公司净利润 (人民币百万)	29,017	32,185	34,881	37,596	39,906
+/-%	18.41	10.91	8.38	7.78	6.14
EPS (人民币，最新摊薄)	5.18	5.75	6.23	6.71	7.12
ROE (%)	22.98	22.87	21.95	20.36	18.98
PE (倍)	8.73	7.87	7.26	6.74	6.35
PB (倍)	2.17	1.84	1.63	1.40	1.22
EV EBITDA (倍)	6.12	5.28	4.06	3.23	2.41

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	56.07
收盘价 (人民币 截至 4 月 25 日)	45.22
市值 (人民币百万)	253,296
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	1,993
52 周价格范围 (人民币)	37.16-51.50
BVPS (人民币)	25.56

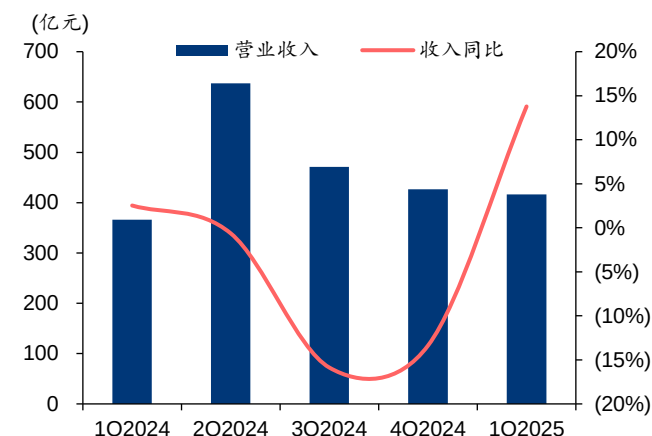
股价走势图



资料来源：Wind

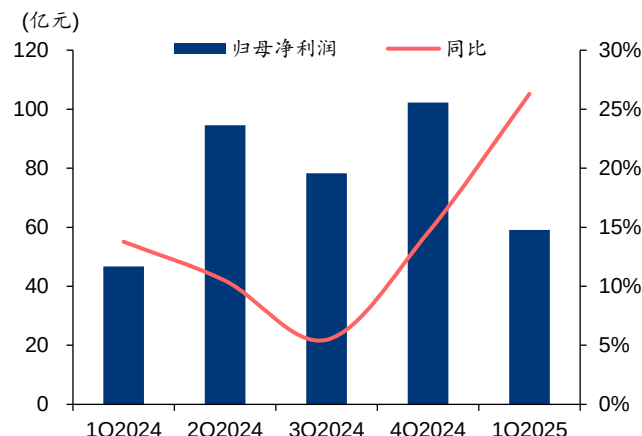
经营业绩指标概览

图表1: 1Q2025 公司营业收入同比+14%



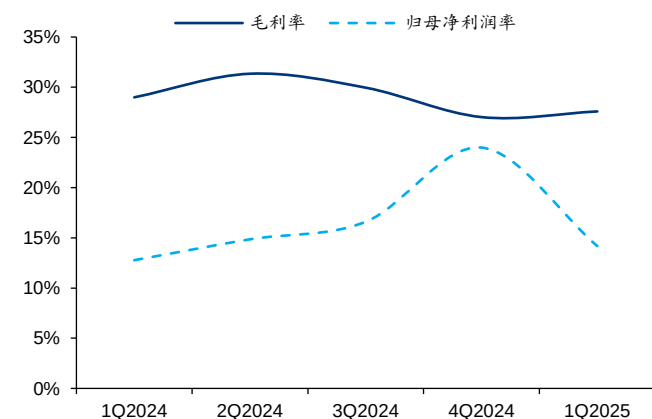
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 1Q2025 公司归母净利润同比+26%



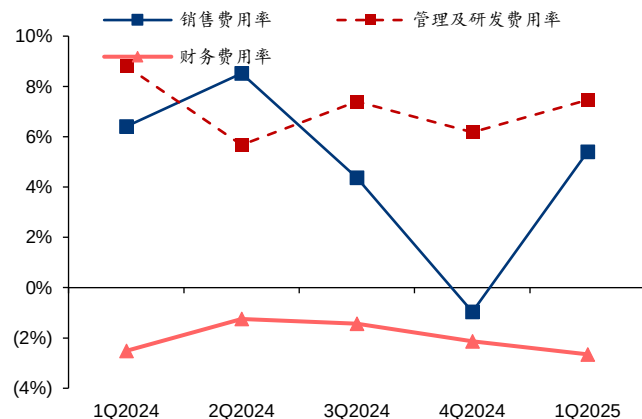
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 1Q2025 公司毛利率同比下降, 但净利率同比上行



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 1Q2025 公司期间费用率同比-2.52pct



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 行业可比公司 Wind 一致预期 PE

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E
000333 CH	美的集团	5,537.6	11.4	15.0	13.0	11.8
600690 CH	海尔智家	2,158.1	11.8	14.0	11.0	9.9
000921 CH	海信家电	387.7	7.3	9.5	8.3	7.3
平均			10.2	12.8	10.8	9.7

注: 均为 Wind 一致预测, 数据截至 2025/4/25

资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 格力电器分季度主要财务数据及预测

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2E	25Q3E
营业收入 (百万元)	36595.55	63691.00	47129.54	42621.98	41639.05	68489.32	51002.18
yoy	+2.50%	-0.60%	-15.90%	-13.40%	+13.78%	+7.53%	+8.22%
归母净利润 (百万元)	4,675.16	9,460.96	7,824.78	10,223.67	5,904.46	11,087.67	8,248.90
yoy	+13.77%	+10.47%	+5.47%	+14.55%	+26.29%	+17.19%	+5.42%
毛利率 (%)	28.99%	31.87%	29.95%	27.02%	27.59%	31.08%	29.21%
净利率 (%)	12.78%	14.85%	16.60%	23.99%	14.18%	16.19%	16.17%

资料来源: Wind, 华泰研究预测

风险提示

1) 以旧换新不及预期。

如果以旧换新政策拉动力不及预期，可能导致公司内销量弱化、内销均价波动，导致空调主业表现低于预期。

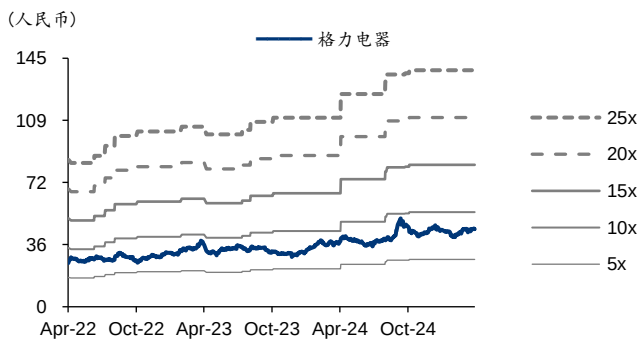
2) 行业竞争加剧。

公司主要产品集中于空调业务，如果空调行业需求不及预期，可能面临较大的价格竞争压力，影响公司盈利水平。

3) 多元化拓展迟缓。

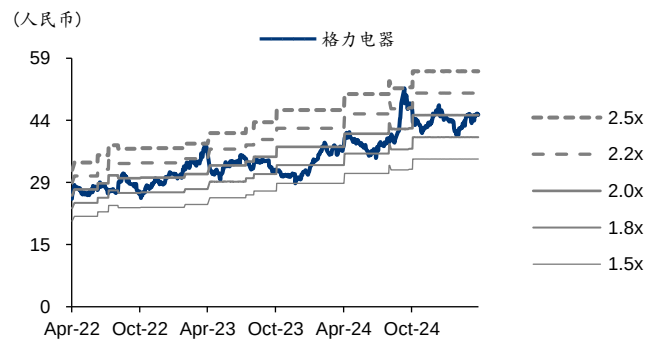
公司发力多元业务，提升整体竞争力。如果多元化推进迟缓，或让公司处于竞争劣势，收入及净利润表现或弱于预期。

图表7：格力电器 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表8：格力电器 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	228,141	224,803	243,334	263,011	303,513
现金	124,105	113,900	121,420	146,202	175,171
应收账款	16,099	16,832	18,094	18,778	20,159
其他应收账款	826.56	869.73	929.30	969.96	1,036
预付账款	2,493	1,530	2,736	1,768	2,989
存货	32,579	27,911	35,969	31,445	39,879
其他流动资产	52,038	63,760	64,185	63,849	64,281
非流动资产	139,913	143,229	141,698	138,965	135,814
长期投资	4,489	4,356	3,418	1,692	643.41
固定投资	34,024	36,987	35,314	33,565	31,482
无形资产	10,828	10,439	11,116	11,862	11,940
其他非流动资产	90,572	91,447	91,849	91,847	91,748
资产总计	368,054	368,032	385,032	401,976	439,327
流动负债	200,983	201,125	203,646	198,591	213,929
短期借款	26,443	39,010	39,010	39,010	39,010
应付账款	41,147	47,091	46,093	52,246	51,796
其他流动负债	133,392	115,025	118,543	107,335	123,123
非流动负债	46,424	25,393	21,609	17,724	13,547
长期借款	39,036	18,230	14,446	10,561	6,384
其他非流动负债	7,389	7,163	7,163	7,163	7,163
负债合计	247,408	226,518	225,255	216,315	227,476
少数股东权益	3,852	4,097	4,284	4,484	4,784
股本	5,631	5,601	5,601	5,601	5,601
资本公积	1,353	472.18	472.18	472.18	472.18
留存公积	113,943	133,237	156,329	180,034	205,889
归属母公司股东权益	116,794	137,417	155,494	181,177	207,067
负债和股东权益	368,054	368,032	385,032	401,976	439,327

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	56,398	29,369	38,146	37,414	44,231
净利润	27,719	32,371	35,068	37,796	40,206
折旧摊销	5,283	5,257	4,904	5,099	5,662
财务费用	(3,527)	(3,300)	(3,500)	(4,000)	(4,000)
投资损失	(217.16)	(560.28)	(800.00)	(800.00)	(800.00)
营运资金变动	30,972	(3,702)	4,091	805.67	4,363
其他经营现金	(3,832)	(695.65)	(1,617)	(1,487)	(1,200)
投资活动现金	(41,017)	(15,558)	(1,573)	(766.47)	(911.10)
资本支出	(5,426)	(3,300)	(4,175)	(3,931)	(3,365)
长期投资	(62,415)	(13,676)	937.27	1,727	1,048
其他投资现金	26,823	1,418	1,665	1,438	1,405
筹资活动现金	(16,358)	(23,703)	(29,054)	(11,866)	(14,351)
短期借款	(26,452)	12,566	0.00	0.00	0.00
长期借款	8,252	(20,806)	(3,784)	(3,885)	(4,177)
普通股增加	0.00	(30.00)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	856.42	(880.34)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	986.64	(14,553)	(25,270)	(7,981)	(10,174)
现金净增加额	(840.46)	(9,773)	7,519	24,782	28,969

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	205,018	190,038	201,548	212,776	224,691
营业成本	141,626	133,496	140,978	148,777	157,406
营业税金及附加	2,114	1,799	2,100	2,400	2,500
营业费用	17,130	9,753	10,325	10,857	11,407
管理费用	6,542	6,058	6,431	6,711	7,047
财务费用	(3,527)	(3,300)	(3,500)	(4,000)	(4,000)
资产减值损失	(2,494)	(686.82)	(700.00)	(400.00)	(400.00)
公允价值变动收益	437.58	(273.98)	1,000	800.00	800.00
投资净收益	217.16	560.28	800.00	800.00	800.00
营业利润	32,865	36,988	39,919	42,916	45,551
营业外收入	128.37	72.19	86.79	200.00	300.00
营业外支出	177.45	164.63	156.20	166.09	162.31
利润总额	32,816	36,896	39,850	42,950	45,689
所得税	5,097	4,525	4,782	5,154	5,483
净利润	27,719	32,371	35,068	37,796	40,206
少数股东损益	(1,298)	186.50	187.00	200.00	300.00
归属母公司净利润	29,017	32,185	34,881	37,596	39,906
EBITDA	34,871	38,532	44,444	46,930	49,288
EPS (人民币, 基本)	5.22	5.83	6.23	6.71	7.12

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	7.82	(7.31)	6.06	5.57	5.60
营业利润	20.45	12.55	7.92	7.51	6.14
归属母公司净利润	18.41	10.91	8.38	7.78	6.14
获利能力 (%)					
毛利率	30.92	29.75	30.05	30.08	29.95
净利率	13.52	17.03	17.40	17.76	17.89
ROE	22.98	22.87	21.95	20.36	18.98
ROIC	101.05	134.90	200.13	229.18	395.96
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.22	61.55	58.50	53.81	51.78
净负债比率 (%)	(28.41)	(26.45)	(37.99)	(48.17)	(57.94)
流动比率	1.14	1.12	1.19	1.32	1.42
速动比率	0.81	0.79	0.82	0.97	1.05
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.52	0.54	0.54	0.53
应收账款周转率	13.26	11.54	11.54	11.54	11.54
应付账款周转率	2.08	2.11	2.11	2.11	2.11
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	5.18	5.75	6.23	6.71	7.12
每股经营现金流(最新摊薄)	10.07	5.24	6.81	6.68	7.90
每股净资产(最新摊薄)	20.85	24.53	27.76	32.34	36.97
估值比率					
PE (倍)	8.73	7.87	7.26	6.74	6.35
PB (倍)	2.17	1.84	1.63	1.40	1.22
EV EBITDA (倍)	6.12	5.28	4.06	3.23	2.41

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、王森泉、周衍峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、王森泉、周衍峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司