

格力电器（000651）

Q1 收入业绩增速亮眼，分红比例同比提升

事件：公司 2024 年全年实现营业收入 1900.38 亿元，同比-7.31%，归母净利润 321.85 亿元，同比+10.91%；其中 2024Q4 实现营业收入 426.22 亿元，同比-13.38%，归母净利润 102.24 亿元，同比+14.55%。公司 2025 年 Q1 实现营业收入 415.07 亿元，同比+14.14%，归母净利润 59.04 亿元，同比+26.29%。公司向全体股东每 10 股派发现金红利 20 元（含税），分红率为 52.06%。

核心看点：1) 业绩再创新高！24 年归母净利 321.85 亿，yoy+10.91%；扣非归母 301 亿，yoy+9.19%。25Q1 归母净利 59 亿，yoy+26%；扣非归母 57 亿，yoy+26%。2) 现金流改善明显。24Q4 经营性净现金流 167 亿，环比大幅度改善；25Q1 经营性净现金流高达 110 亿，大幅超越归母净利润。3) 收入/业绩蓄水池增厚。25Q1 合同负债升至 182 亿，连续两个季度实现回升。其他流动负债（返利蓄水池）25Q1 升至 615 亿元，环比提升。4) 分红率从 45%提升至 52%，未来仍有提升空间。5) 海外业务 24 年升至 282 亿，占比消费电器业务比例近 19%，比例进一步上升，预计 25 年仍会进一步提升，且销售区域主要是新兴市场为主。6) 新总裁上任，管理团队年轻化明显，我们预计将带领公司主要聚焦在空调出海，国内业务多元化，2B 业务发展等方向实现突破。

收入端，24 年消费电器/其他业务收入同比-4.29%/-33.88%，其中参考 23A 收入结构，消费电器包括空调+生活电器，若参考 24H1 的比例，24A 空调收入同比-4.7%，生活电器收入同比+11.3%；24H2 消费电器/其他业务收入同比-17.9%/-19.3%。根据我们的拆分，其中 24Q4 主营业务/其他业务收入同比-18.6%/+71.8%，我们预计其他业务 24Q4 的高速增长应与终端零售较旺，及原材料成本上行带来的提前备货有关。从合同负债角度看，根据我们的拆分，23Q4 合同负债环比下降 101 亿元，主营业务收入环比-6.36 亿元，因此我们认为 23Q4 有合同负债确认为收入的基数影响；24Q4 合同负债环比上升 16 亿，主营业务收入环比-47.44 亿元，24Q4 由于 23Q4 合同负债确认收入较多，使空调收入同比基数较高，25 年基数影响将消除。分地区看，24A 主营业务内/外销收入同比-5.45%/+13.25%，其中 24H2 收入同比-17.8%/+10.7%。海外业务表现较好。

25Q1 收入业绩表现亮眼。根据奥维数据显示，25Q1 格力空调线上/线下销售同比+9%/+14%，核心主营业务终端销售表现出色。受益于以旧换新拉动，公司产品结构显著提升，业绩增速表现亮眼。

会计准则变动影响毛利率。2024 年公司毛利率为 29.75%，同比-1.17pct，净利率 17.03%，同比+3.51pct；其中 2024Q4 毛利率为 27.02%，同比-8.04pct，净利率为 26.17%，同比+9.52pct。公司 2025 年 Q1 毛利率为 27.59%，同比-1.4pct，净利率为 14.27%，同比+1.59pct。24A/24Q4/25Q1 销售费用率分别同比-3.22/-8.77/-1.91pct。公司毛利率同比下降，主要由于会计准则变动所致。从毛销差看，24Q4/25Q1 毛销差分别同比+0.7/-0.4pct。公司净利率水平显著提升，我们认为主要是以旧换新拉动产品结构提升所致。

投资建议：四季度随着以旧换新推进，国内空调行业零售增速显著提升，公司空调业务迎来拐点，25Q1 收入业绩受益于国补的产品结构提升而呈现较快增长。根据公司年报和一季报的情况，我们适当提升了收入和毛利率水平，我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 347/368/387 亿元（前值 25-26 年 329/347 亿元），对应 PE 为 7.5x/7.1x/6.7x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济增速放缓；房地产恢复不及预期；原材料价格波动风险；公司运营风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	205,018.12	190,038.07	200,809.59	211,333.86	221,832.68
增长率(%)	7.82	(7.31)	5.67	5.24	4.97
EBITDA(百万元)	46,038.24	45,162.53	43,742.67	45,898.22	47,667.35
归属母公司净利润(百万元)	29,017.39	32,184.57	34,686.94	36,832.71	38,696.53
增长率(%)	18.41	10.91	7.78	6.19	5.06
EPS(元/股)	5.18	5.75	6.19	6.58	6.91
市盈率(P/E)	8.99	8.10	7.52	7.08	6.74
市净率(P/B)	2.23	1.90	1.69	1.52	1.37
市销率(P/S)	1.27	1.37	1.30	1.23	1.18
EV/EBITDA	1.14	2.22	2.61	2.48	2.42

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 04 月 28 日

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	46.55 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	5,601.41
流通 A 股股本(百万股)	5,514.95
A 股总市值(百万元)	260,745.44
流通 A 股市值(百万元)	256,720.91
每股净资产(元)	25.56
资产负债率(%)	62.67
一年内最高/最低(元)	52.73/36.74

作者

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《格力电器-公司点评:渠道拟 10.5-21 亿元增持股份,彰显信心》2025-03-04
- 2 《格力电器-公司点评:公司变更董事会秘书,管理团队逐渐年轻化》2025-01-14
- 3 《格力电器-公司点评:公司释出中期分红,彰显重视股东回报》2025-01-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	124,104.99	113,900.46	134,123.30	149,329.29	150,279.77
应收票据及应收账款	16,186.82	16,831.89	14,405.16	19,056.03	16,437.20
预付账款	2,492.65	1,530.31	2,653.38	1,749.58	2,872.11
存货	32,579.14	27,910.91	30,195.89	22,802.62	24,270.11
其他	51,938.91	64,036.94	69,693.18	81,411.57	94,156.32
流动资产合计	227,302.50	224,210.51	251,070.91	274,349.09	288,015.51
长期股权投资	4,488.97	4,355.71	3,455.71	2,705.71	2,155.71
固定资产	34,034.83	36,996.17	35,350.82	33,248.29	30,815.81
在建工程	6,563.91	3,076.38	1,359.00	671.30	259.91
无形资产	10,827.69	10,438.87	10,001.45	9,564.03	9,126.61
其他	83,997.19	88,361.66	73,327.17	59,018.08	47,550.46
非流动资产合计	139,912.59	143,228.80	123,494.16	105,207.41	89,908.50
资产总计	368,053.90	368,031.70	374,565.07	379,556.50	377,924.01
短期借款	26,443.48	39,009.53	39,009.53	39,009.53	39,009.53
应付票据及应付账款	64,888.49	61,570.32	54,643.28	43,200.13	33,827.99
其他	96,062.56	88,054.53	97,538.80	98,076.33	87,814.56
流动负债合计	187,394.53	188,634.38	191,191.60	180,285.99	160,652.07
长期借款	39,035.74	18,229.82	18,229.82	18,229.82	18,229.82
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7,388.71	7,162.75	6,848.00	5,000.00	4,000.00
非流动负债合计	46,424.45	25,392.57	25,077.81	23,229.82	22,229.82
负债合计	247,407.75	226,518.01	216,269.42	203,515.81	182,881.89
少数股东权益	3,852.44	4,096.80	4,163.66	4,216.86	4,272.75
股本	5,631.41	5,601.41	5,601.41	5,601.41	5,601.41
资本公积	1,352.52	472.18	1,675.44	1,675.44	1,675.44
留存收益	113,942.78	133,236.94	149,886.67	167,566.37	186,140.71
其他	(4,132.99)	(1,893.63)	(3,031.53)	(3,019.38)	(2,648.18)
股东权益合计	120,646.15	141,513.69	158,295.65	176,040.69	195,042.12
负债和股东权益总计	368,053.90	368,031.70	374,565.07	379,556.50	377,924.01

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	27,719.02	32,371.07	34,686.94	36,832.71	38,696.53
折旧摊销	5,283.33	5,256.91	5,626.54	5,788.99	5,942.63
财务费用	(3,910.05)	(3,108.26)	(3,011.23)	(3,279.39)	(3,197.01)
投资损失	(217.16)	(765.30)	(470.00)	(470.00)	(470.00)
营运资金变动	(11,305.71)	(4,346.83)	(12,408.26)	(5,498.32)	(11,893.26)
其它	38,828.99	(38.34)	79.32	145.37	16.63
经营活动现金流	56,398.43	29,369.25	24,503.30	33,519.37	29,095.52
资本支出	2,297.86	4,349.83	2,141.14	4,409.34	3,661.34
长期投资	(1,403.32)	(133.25)	(900.00)	(750.00)	(550.00)
其他	(41,911.75)	(19,774.49)	9,588.63	(7,781.17)	(7,914.29)
投资活动现金流	(41,017.22)	(15,557.91)	10,829.77	(4,121.84)	(4,802.95)
债权融资	5,675.83	(9,967.80)	2,934.06	5,006.96	(3,530.55)
股权融资	(13,350.83)	1,329.02	(18,044.29)	(19,198.50)	(19,811.54)
其他	(8,682.81)	(15,064.44)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(16,357.82)	(23,703.21)	(15,110.24)	(14,191.54)	(23,342.09)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(976.61)	(9,891.87)	20,222.84	15,205.99	950.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	205,018.12	190,038.07	200,809.59	211,333.86	221,832.68
营业成本	141,625.55	133,496.12	139,456.32	146,765.11	154,056.23
营业税金及附加	2,114.18	1,798.83	1,606.48	1,690.67	1,774.66
销售费用	17,129.64	9,753.02	9,638.86	10,144.03	10,647.97
管理费用	6,542.16	6,057.61	6,024.29	6,340.02	6,654.98
研发费用	6,762.14	6,904.08	6,827.53	7,185.35	7,542.31
财务费用	(3,526.52)	(3,300.42)	(3,011.23)	(3,279.39)	(3,197.01)
资产/信用减值损失	(3,317.62)	(1,209.25)	(900.00)	(801.00)	(400.50)
公允价值变动收益	437.58	(273.98)	(59.99)	34.54	(99.81)
投资净收益	217.16	560.28	470.00	470.00	470.00
其他	4,169.08	(736.67)	0.00	0.00	0.00
营业利润	32,864.78	36,988.44	39,777.37	42,191.62	44,323.24
营业外收入	128.37	72.19	59.81	59.81	59.81
营业外支出	177.45	164.63	126.52	126.52	126.52
利润总额	32,815.70	36,896.00	39,710.66	42,124.91	44,256.52
所得税	5,096.68	4,524.93	4,884.41	5,181.36	5,443.55
净利润	27,719.02	32,371.07	34,826.25	36,943.54	38,812.97
少数股东损益	(1,298.36)	186.50	139.30	110.83	116.44
归属于母公司净利润	29,017.39	32,184.57	34,686.94	36,832.71	38,696.53
每股收益（元）	5.18	5.75	6.19	6.58	6.91

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	7.82%	-7.31%	5.67%	5.24%	4.97%
营业利润	20.45%	12.55%	7.54%	6.07%	5.05%
归属于母公司净利润	18.41%	10.91%	7.78%	6.19%	5.06%
获利能力					
毛利率	30.92%	29.75%	30.55%	30.55%	30.55%
净利率	14.15%	16.94%	17.27%	17.43%	17.44%
ROE	24.84%	23.42%	22.50%	21.44%	20.28%
ROIC	-125.28%	-247.44%	-190.04%	442.67%	144.34%
偿债能力					
资产负债率	67.22%	61.55%	57.74%	53.62%	48.39%
净负债率	-31.51%	-29.03%	-38.78%	-42.53%	-42.32%
流动比率	1.14	1.12	1.31	1.52	1.79
速动比率	0.97	0.98	1.16	1.40	1.64
营运能力					
应收账款周转率	13.22	11.51	12.86	12.63	12.50
存货周转率	5.78	6.28	6.91	7.98	9.43
总资产周转率	0.57	0.52	0.54	0.56	0.59
每股指标（元）					
每股收益	5.18	5.75	6.19	6.58	6.91
每股经营现金流	10.07	5.24	4.37	5.98	5.19
每股净资产	20.85	24.53	27.52	30.68	34.06
估值比率					
市盈率	8.99	8.10	7.52	7.08	6.74
市净率	2.23	1.90	1.69	1.52	1.37
EV/EBITDA	1.14	2.22	2.61	2.48	2.42
EV/EBIT	1.29	2.51	3.00	2.84	2.77

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com