

格力电器 (000651 CH, 买入, 目标价: RMB54.80)

买入

持有

卖出

目标价: RMB54.80 当前股价: RMB46.27

股价上行/下行空间 +18%

52 周最高/最低价 (RMB) 52.73/36.74

市值 (US\$mn) 35,508

当前发行数量(百万股) 5,601

三个月平均日交易额 (US\$mn) 269

流通盘占比 (%) 98

主要股东 (%)

珠海明骏投资合伙企业 (有限合伙)

16

京海互联网科技发展有限公司

7

香港中央结算有限公司

7

按 2025 年 4 月 29 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

现值 原值 变动

评级 买入 买入 N/A

目标价 (RMB) 54.80 51.75 6%

2025E EPS (RMB) 6.32 6.09 4%

2026E EPS (RMB) 6.85 6.48 6%

2027E EPS (RMB) 7.33 N/A N/A

股价表现



资料来源: FactSet

优异平滑能力进一步提高增长确定性

- 优异平滑能力进一步提高增长确定性;
- 未来分红率提升有望继续催化股价, 结合今年利润端增长~10%的预期, 我们认为当前格力估值仍具吸引力;
- 维持买入评级, 上调目标价 6%至 54.80 元, 对应 8 倍 2026 年 P/E。

优异平滑能力进一步提高增长确定性: 格力发布 2024 & 1Q25 业绩公告, 反推 4Q24 主营业务营收同比下滑~19%。即便假设 2H24 所释放销售返利的影响集中于 4Q24 体现 (2H24 销售返利余额下降~10 亿元, 合同负债环比降低, 由此释放返利~10 亿元), 我们测算 4Q24 主营业务营收/调整合同负债影响后的数额仍分别同比下滑~16%/ 9%。在出厂价稳定的预期下, 与同期内销+出口出货量同比增长~11%存在量级差异 (产业在线数据); 进一步合并 1Q25 数据, 格力 4Q24+1Q25 内销与出口出货量同比+9% vs 同期调整合同负债后营收同比+1%, 二者缺口大幅收窄。我们认为 4Q24 在国补拉动零售端快速增长且渠道库存压力有限之下, 格力因渠道变革而放缓发货的可能性较低, 不排除公司调整经销体系收货节奏以持续平滑报表。因此 1Q25 业绩也无法简单线性外推至全年, 但大概率仍为后续三个季度留有一定的缓冲空间。考虑空调淡季差异明显, 相当消费者替换受高温而非单纯的降价驱动, 我们认为 YTD 零售端表现有望延续至三季度, 结合四季度低基数以及丰厚的销售返利蓄水池 (即便释放返利冲减当期营收), 我们对格力今年营收与归母净利润分别同比增长~7%/10%抱有信心。

基于 1Q25 数据, 剔除 571 亿元净现金 (货币资金+交易性金融资产-短期借款-一年内到期的非流动负债-长期借款-应付债券) 与 1,245 亿元现金后, 当前格力市值分别对应 5.7/ 3.8x 2025 年 P/E; 7.8x 的 TTM P/E 也仅是过去两年半区间交易中值。虽然格力暂未发布 2025-27 年股东回报规划, 但参考去年趋势 (分红率同比提升 7ppts 至 52%, 对应股息率达~7%) 与美的/海尔规划, 我们认为未来格力分红率有望进一步提升并继续催化股价; 结合今年净利润增长~10%的预期, 当前格力估值仍具吸引力, 在 A 股三大白中我们也继续偏好格力 > 海尔 > 美的。

盈利预测与估值: 维持买入评级, 上调目标价 6%至 54.80 元, 对应 8 倍 26 年 P/E: 我们下调格力 2025/26 年营收 4.8%/3.4%, 并引入 2027 年预测, 预计分别同比增长 6.7%/ 6.2%/5.8%至 2,019/ 2,145/ 2,268 亿元; 上调 2025/26 年归母净利润 3.8%/5.7%, 并引入 27 年预测, 预计分别同比增长 10.0%/ 8.4%/ 7.1%至 354/ 384/ 411 亿元。我们切换估值基准年份至 26 年, 并给予格力 8 倍 P/E, 上调目标价 6%至 54.80 元, 较目前股价仍有 18%的上升空间。风险提示: 空调需求波动; 原材料价格上涨; 渠道变革推进缓慢。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	203,979	189,164	201,896	214,485	226,826
息税前利润 (RMBmn)	30,588	33,409	36,781	39,828	42,696
归母净利润 (RMBmn)	29,017	32,185	35,398	38,356	41,086
每股收益 (RMB)	5.15	5.75	6.32	6.85	7.33
市盈率 (x)	6.9	7.0	7.3	6.8	6.3

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: Wind, 华兴证券

研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xfjiang@huaxingsec.com

图表 1: 销售返利调整表

单位: 亿元	1H22	2022	1H23	2023	1H24	2024
销售返利	519.6	525.2	529.4	508.8	500.2	490.6
销售返利变动值	-7.1	5.6	4.3	-20.6	-8.6	-9.7
合同负债	161.2	149.7	289.7	135.9	141.1	124.9
合同负债变动值* (11%-16%)	1.0	-1.8	18.2	-16.9	0.6	-1.8
释放销售返利	8.1	-5.6	13.9	20.6	9.1	9.7

	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24
营收-调整前	952.2	937.7	992.4	1,047.4	997.8	893.8
营收-调整后	944.1	943.2	978.4	1,026.8	988.7	884.1
营业成本-调整前	719.0	678.9	707.1	709.2	693.8	641.2
营业成本-调整后	717.0	678.9	703.1	702.5	691.0	638.4
毛利率-调整前	24.5%	27.6%	28.7%	32.3%	30.5%	28.3%
毛利率-调整后	24.1%	28.0%	28.1%	31.6%	30.1%	27.8%
净利润-调整前	108.3	121.8	123.5	153.7	138.9	184.8
净利润-调整后	106.6	126.5	120.1	148.1	136.5	182.4
净利率-调整前	11.4%	13.0%	12.4%	14.7%	13.9%	20.7%
净利率-调整后	11.3%	13.4%	12.3%	14.4%	13.8%	20.6%

资料来源: 公司公告, 华兴证券

图表 2: 格力盈利预测调整表

百万元	调整前			调整后			变动百分比		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	212,132	222,115	N/A	201,896	214,485	226,826	-4.8%	-3.4%	N/A
毛利率 (%)	31.9%	31.9%	N/A	29.9%	30.3%	30.6%	-2.0ppts	-1.6ppts	N/A
销售费用	16,801	17,591	N/A	10,297	10,939	11,568	-38.7%	-37.8%	N/A
销售费用率 (%)	7.9%	7.9%	N/A	5.1%	5.1%	5.1%	-2.8ppts	-2.8ppts	N/A
管理费用	7,213	7,441	N/A	5,653	5,898	6,238	-21.6%	-20.7%	N/A
管理费用率 (%)	3.4%	3.4%	N/A	2.8%	2.8%	2.8%	-0.6ppt	-0.6ppt	N/A
归母净利润	34,099	36,274	N/A	35,398	38,356	41,086	3.8%	5.7%	N/A
归母净利率 (%)	16.1%	16.3%	N/A	17.5%	17.9%	18.1%	1.5ppts	1.6ppts	N/A
EPS (元)	6.09	6.48	N/A	6.32	6.85	7.33	3.8%	5.7%	N/A

资料来源: 公司公告, 华兴证券

图表 3: 格力相对估值表

股票代码	公司名称	货币单位	现价	市值 (百万)	归母净利润YoY				P/E			
					2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E
A股												
000333.SZ	美的集团	人民币	74.20	568,662	14%	14%	7%	10%	15.5	14.7	13.7	12.5
600690.SH	海尔智家	人民币	25.04	234,948	13%	13%	13%	12%	14.2	12.5	11.1	9.9
平均					13%	14%	10%	11%	14.8	13.6	12.4	11.2
000651.SZ	格力电器	人民币	46.27	259,177	18%	11%	10%	8%	8.1	7.3	6.8	6.3

资料来源: Wind, 公司公告, 华兴证券

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	189,164	201,896	214,485	226,826
营业收入	189,164	201,896	214,485	226,826
营业成本	(133,496)	(141,470)	(149,541)	(157,481)
毛利润	55,668	60,426	64,945	69,345
管理及销售费用	(22,715)	(23,016)	(24,344)	(25,745)
息税前利润	33,409	36,781	39,828	42,696
息税折旧及摊销前利润	38,651	42,465	45,815	48,968
利息收入	5,999	5,695	5,656	5,759
利息支出	(2,378)	(1,782)	(1,418)	(1,275)
税前利润	36,896	40,566	43,949	47,073
所得税	(4,525)	(4,975)	(5,390)	(5,773)
净利润	32,185	35,398	38,356	41,086
基本每股收益 (RMB)	5.75	6.32	6.85	7.33

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	224,803	232,790	256,170	281,136
货币资金	113,900	117,839	137,112	157,982
应收账款	16,832	18,418	20,047	21,710
存货	27,911	29,578	31,265	32,926
其他流动资产	66,160	66,956	67,745	68,519
非流动资产	143,229	142,927	142,319	141,428
固定资产	40,073	39,753	38,949	37,866
无形资产	10,439	10,178	9,909	9,632
商誉	1,368	1,368	1,368	1,368
其他	57,466	57,450	57,441	57,436
资产	368,032	375,717	398,489	422,565
流动负债	201,125	186,316	187,197	188,057
短期借款	39,010	34,010	29,010	24,010
预收账款	12,491	13,885	15,338	16,842
应付账款	47,091	49,904	52,751	55,552
长期借款	18,230	18,230	18,230	18,230
非流动负债	25,393	25,393	25,393	25,393
负债	226,518	211,709	212,589	213,449
股份	5,601	5,601	5,601	5,601
资本公积	472	472	472	472
未分配利润	131,447	150,164	167,992	186,883
归属于母公司所有者权益	137,417	159,673	181,337	204,336
少数股东权益	4,097	4,335	4,563	4,780
负债及所有者权益	368,032	375,717	398,489	422,565

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	32,185	35,398	38,356	41,086
折旧摊销	5,242	5,684	5,987	6,272
利息（收入）/支出	(3,300)	(3,592)	(3,918)	(4,163)
其他非现金科目	(60)	(170)	(169)	(176)
其他	(3,701)	0	0	0
营运资本变动	(997)	1,137	1,180	1,165
经营活动产生的现金流量	29,369	38,457	41,436	44,184
资本支出	(4,930)	(4,908)	(4,905)	(4,906)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	(10,628)	86	86	86
投资活动产生的现金流量	(15,558)	(4,822)	(4,819)	(4,821)
股利支出	(11,151)	(13,142)	(16,692)	(18,087)
债务筹集（偿还）	(13,268)	(20,577)	(5,000)	(5,000)
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	716	4,023	4,349	4,594
筹资活动产生的现金流量	(23,703)	(29,696)	(17,343)	(18,493)
现金及现金等价物净增加额	(9,773)	3,938	19,273	20,870
自由现金流	28,627	34,183	37,205	39,990

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	(7.3)	6.7	6.2	5.8
毛利润	(10.7)	8.5	7.5	6.8
息税折旧及摊销前利润	8.1	9.9	7.9	6.9
净利润	10.9	10.0	8.4	7.1
稀释每股调整收益	11.5	10.0	8.4	7.1
盈利率 (%)				
毛利率	29.4	29.9	30.3	30.6
息税折旧摊销前利润率	20.4	21.0	21.4	21.6
息税前利润率	17.7	18.2	18.6	18.8
净利率	17.0	17.5	17.9	18.1
净资产收益率	23.4	22.2	21.2	20.1
总资产收益率	8.7	9.4	9.6	9.7
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.1	1.2	1.4	1.5
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.3
估值比率 (x)				
市盈率	7.0	7.3	6.8	6.3
市净率	1.7	1.6	1.4	1.3
市销率	1.4	1.3	1.2	1.1

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取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，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。