

格力电器 (000651.SZ)  
白色家电

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 11 月 01 日

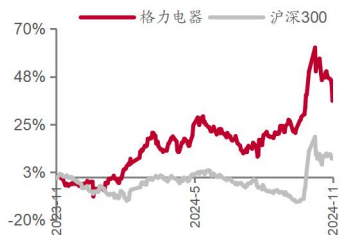
评级: 买入 (维持)

分析师: 姚玮  
执业证书编号: S0740522080001  
Email: yaowei@zts.com.cn  
分析师: 吴嘉敏  
执业证书编号: S0740524060003  
Email: wujm@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	5,601.41
流通股本(百万股)	5,515.45
市价(元)	43.52
市值(百万元)	243,773.18
流通市值(百万元)	240,032.22

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1、《【中泰家电】格力电器 24H1: 收入稳健, 利润超预期释放》2024-09-01
- 2、《【中泰家电】格力电器 23 及 24Q1: 业绩稳增长, 分红超预期》2024-05-01

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	190,151	205,018	205,855	212,642	219,490
增长率 yoy%	0%	8%	0%	3%	3%
归母净利润(百万元)	24,507	29,017	31,870	33,165	34,970
增长率 yoy%	6%	18%	10%	4%	5%
每股收益(元)	4.38	5.18	5.69	5.92	6.24
每股现金流量	5.12	10.07	7.67	6.89	7.01
净资产收益率	25%	25%	23%	20%	19%
P/E	9.9	8.4	7.6	7.4	7.0
P/B	2.5	2.1	1.8	1.5	1.3

备注: 股价截止自 2024 年 11 月 01 日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

■ **公司披露 24Q3 业绩**  
Q3: 收入 471 亿元 (-16%), 归母净利润 78 亿 (+5.5%), 扣非归母净利润 73 亿 (+2%);  
Q1-3: 收入 1474 亿元 (-5%), 归母净利润 220 亿 (+9%), 扣非归母净利润 212 亿 (+10%)。

■ **Q3 收入: 实际增速没有表观差, 主要受其他业务拖累**  
Q3 空调等主营业务收入-10% (24H1+10%), 甲供 (即购买原材料销售给自己的上游) 等其他业务收入-48% (24H1-44%)。

根据产业在线, Q3 格力出货量-7%, 内销-20%, 外销+43%。受内销消费降级影响, Q3 下滑幅度略大于行业 (-10%), 外销略快于行业 (+38%)。

■ **Q3 利润: 渠道改革卓有成效带动销售费率走低**  
1) **毛利率-0.5%**: 我们预计跟原材料涨价+消费降级有关。  
2) **费用率 10.3% (同比-2.6%)**: 今年是格力完成全国渠道改革后的首个开盘冷年, 我们预计渠道改革扁平化加速, 利润回归上市公司, 带动 Q3 销售费率大幅走低 (4%, 同比-4%)。

■ **盈利预测、估值及投资评级**  
1) **内销**: 展望 Q4, 在零售端, 9 月以旧换新之后格力份额和均价均扭转下行态势 (GFK 全渠道 W42 格力销量份额+3.7%), 预计以旧换新显著拉升格力等高端品牌。  
2) **外销**: 空调是 Q4 白电排产中唯一显著持续提升排产预期的品类, Q4 排产增速增至+50%左右, 较 Q3 加速, 预计格力持续受益。  
3) **从业绩看**: 公司 Q1-3 已持续 3 个 Q 业绩好于/符合市场预期, Q4 内外销均有亮点; 内销渠道改善在报表端, 卓有成效。  
4) **从 PE 看**: 公司外销收入占比仅 15-20%, 低于同行, 预计受加关税扰动 PE 的风险影响更小。

我们根据 Q1-3 调整公司业绩, 预计 24-26 年收入为 2059/2126/2195 亿元, YOY 为 +0%/+3%/+3% (前值为 2089/2158/2228 亿元, YOY+2%/+3%/+3%)。归母净利润为 319/332/350 亿元, YOY+10%/+4%/+5% (前值为 323/335/356 亿元, YOY+11%/+4%/+6%), 对应 24/25/26 年 PE 为 8/7/7X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示: 地产竣工风险, 空调增长不及预期风险, 原材料价格波动风险, 外销不及预期, 汇率波动风险, 研报信息更新不及时风险。**

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	124,105	174,348	203,897	221,733	<b>营业收入</b>	<b>205,018</b>	<b>205,855</b>	<b>212,642</b>	<b>219,490</b>
应收票据	87	0	0	0	营业成本	141,626	141,845	147,204	151,568
应收账款	16,099	14,410	14,885	15,364	税金及附加	2,114	1,235	1,276	1,317
预付账款	2,493	3,152	2,777	2,965	销售费用	17,130	13,895	14,353	14,816
存货	32,579	37,954	37,817	38,087	管理费用	6,542	5,558	5,529	5,707
合同资产	839	1,075	1,051	1,043	研发费用	6,762	6,587	6,805	7,024
其他流动资产	52,778	55,156	54,500	56,646	财务费用	-4,438	182	-318	-964
流动资产合计	228,141	285,021	313,877	334,796	信用减值损失	-824	-464	-120	-120
其他长期投资	695	637	679	674	资产减值损失	-2,494	-600	-600	-600
长期股权投资	4,489	6,906	5,762	5,719	公允价值变动收益	438	100	100	100
固定资产	34,024	29,621	25,901	22,766	投资收益	217	200	200	200
在建工程	6,564	6,664	6,664	6,564	其他收益	901	1,000	1,000	1,000
无形资产	10,828	11,733	11,809	11,600	<b>营业利润</b>	<b>33,904</b>	<b>37,171</b>	<b>38,757</b>	<b>40,986</b>
其他非流动资产	83,313	52,009	57,580	64,300	营业外收入	128	128	128	128
非流动资产合计	139,913	107,570	108,395	111,624	营业外支出	177	177	177	177
<b>资产合计</b>	<b>368,054</b>	<b>392,591</b>	<b>422,271</b>	<b>446,419</b>	<b>利润总额</b>	<b>33,855</b>	<b>37,122</b>	<b>38,708</b>	<b>40,937</b>
短期借款	26,443	35,652	38,331	33,475	所得税	5,097	5,568	5,806	6,141
应付票据	23,741	34,528	33,723	32,342	<b>净利润</b>	<b>28,758</b>	<b>31,554</b>	<b>32,902</b>	<b>34,796</b>
应付账款	41,147	36,775	38,511	40,995	少数股东损益	-1,298	-316	-263	-174
预收款项	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>29,017</b>	<b>31,870</b>	<b>33,165</b>	<b>34,970</b>
合同负债	13,589	15,561	15,637	15,760	NOPLAT	24,988	31,708	32,631	33,977
其他应付款	5,508	5,853	5,551	5,637	EPS (摊薄)	5.18	5.69	5.92	6.24
一年内到期的非流动负债	20,606	7,372	9,411	12,463	<b>主要财务比率</b>				
其他流动负债	69,949	70,804	73,189	74,668	<b>会计年度</b>				
流动负债合计	200,983	206,546	214,352	215,340	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
长期借款	39,036	39,036	39,036	39,036	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	7.8%	0.4%	3.3%	3.2%
其他非流动负债	7,389	6,347	6,583	6,773	EBIT 增长率	17.2%	26.8%	2.9%	4.1%
非流动负债合计	46,424	45,383	45,618	45,809	归母公司净利润增长率	18.4%	9.8%	4.1%	5.4%
<b>负债合计</b>	<b>247,408</b>	<b>251,929</b>	<b>259,971</b>	<b>261,148</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	116,794	137,125	159,027	182,171	毛利率	30.9%	31.1%	30.8%	30.9%
少数股东权益	3,852	3,537	3,274	3,100	净利率	14.0%	15.3%	15.5%	15.9%
<b>所有者权益合计</b>	<b>120,646</b>	<b>140,662</b>	<b>162,301</b>	<b>185,271</b>	ROE	24.9%	22.7%	20.4%	18.9%
<b>负债和股东权益</b>	<b>368,054</b>	<b>392,591</b>	<b>422,271</b>	<b>446,419</b>	ROIC	26.0%	24.0%	21.3%	20.7%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
单位:百万元					资产负债率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	67.2%	64.2%	61.6%	58.5%	
<b>经营活动现金流</b>	<b>56,398</b>	<b>42,937</b>	<b>38,576</b>	<b>39,250</b>	债务权益比	77.5%	62.9%	57.5%	49.5%
现金收益	29,603	37,656	37,970	38,698	流动比率	1.1	1.4	1.5	1.6
存货影响	5,735	-5,375	137	-270	速动比率	1.0	1.2	1.3	1.4
经营性应收影响	990	1,718	500	-67	<b>营运能力</b>				
经营性应付影响	-6,362	6,760	628	1,189	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
其他影响	26,431	2,177	-658	-300	应收账款周转天数	27	27	25	25
<b>投资活动现金流</b>	<b>-41,017</b>	<b>21,538</b>	<b>-3,603</b>	<b>-7,802</b>	应付账款周转天数	94	99	92	94
资本支出	-5,300	-2,524	-1,741	-1,422	存货周转天数	90	90	93	90
股权投资	1,403	-2,417	1,144	43	<b>每股指标 (元)</b>				
其他长期资产变化	-37,120	26,479	-3,006	-6,423	每股收益	5.18	5.69	5.92	6.24
<b>融资活动现金流</b>	<b>-16,358</b>	<b>-14,232</b>	<b>-5,424</b>	<b>-13,613</b>	每股经营现金流	10.07	7.67	6.89	7.01
借款增加	2,149	-4,025	4,717	-1,803	每股净资产	20.74	24.35	28.24	32.35
股利及利息支付	-13,811	-18,340	-19,224	-20,090	<b>估值比率</b>				
股东融资	0	0	0	0	P/E	8	8	7	7
其他影响	-4,696	8,133	9,083	8,280	P/B	2	2	2	1
					EV/EBITDA	91	73	72	70

来源: WIND, 中泰证券研究所

**投资评级说明**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。