

公司研究

新团队新面貌，高股息高价值

——格力电器（000651.SZ）动态跟踪报告

要点

事件：根据3月4日公司公告，公司经销商京海互联拟增持公司股份，金额不低于人民币10.5亿元，不超过人民币21亿元。截至4月9日，公司公告显示京海互联已增持公司股份金额7235.83万元，占总股本的0.0296%。

点评：

高股息+低外销占比，防御属性强劲。全球避险情绪因关税摩擦明显升温，格力兼具高股息和低外销占比两个鲜明特点，非常适配当前的投资环境。1) 高股息：25年格力的预期股息率是6.6%（股价时间为2025-04-08，假设25年归母净利润329亿元，现金分红率50%）。2) 低外销占比：2021-2023年，公司的国外收入占比稳定在12%左右，其中美国市场收入占比不高。

当前的格力并不只有防御属性，其连续出现的经营变化将在关税风暴后成为推动其业绩提升的重要动力，变化包括但不限于核心经销商增持、董事会换届、渠道数字化等。

经营变化1-董事会换届，干部年轻化。2月底公司董事会换届提名显示，公司的新老交替和人员更迭正在有序推进。1) 非独立董事层面，出现2位新面孔（舒立志先生和钟成堡先生），其中钟成堡先生年龄约40岁左右。2) 经营管理层方面，中生代管理者崭露头角（副总裁方祥建先生、董秘章周虎先生、财务总监廖建雄先生等）。

经营变化2-经销商增持夯实价值底部。3月初经销商京海互联拟增持公司股份确认了2个基本逻辑：1) 低股价+高股息是产业资本介入的必要条件。2) 京海互联内部稳定性高，其和格力是共同进退的牢固绑定关系，格力渠道改革取得阶段性成果。

经营变化3-渠道改革进一步深化。公司以数字化赋能销售渠道，改革持续推进。1) 省级销售公司改革基本完成（20-24年），公司渠道效率向上一个台阶。2) 数字化变革再深化：25Q1全国各地成立数字科技公司，总部直接掌控省级销售体系；云网批系统继续向全国推广，目的是实现全流程数字化，降本增效。

投资建议：格力进可攻退可守，持续重点推荐，维持目标价54.10元。格力防御属性强劲，连续出现的经营变化（核心经销商增持、董事会换届、渠道数字化等）激励业绩提升，维持公司2024-26年归母净利润为303、329、364亿元，现价对应PE是8、8、7倍，维持“买入”评级，维持目标价54.10元。

风险提示：行业价格竞争加剧，以旧换新政策效果低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	190,151	205,018	199,348	216,880	232,763
营业收入增长率	0.26%	7.82%	-2.77%	8.79%	7.32%
归母净利润（百万元）	24,507	29,017	30,313	32,915	36,423
归母净利润增长率	6.26%	18.41%	4.47%	8.58%	10.66%
EPS（元）	4.35	5.15	5.41	5.88	6.50
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.33%	24.84%	23.93%	22.71%	22.24%
P/E	10	9	8	8	7
P/B	2.6	2.2	2.0	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-04-08 注：2022-2023年总股本分别为5631.41、5631.41百万股，截至2025-04-08，总股本为5601.41百万股

买入（维持）

当前价/目标价：44.62/54.10元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	56.01
总市值(亿元)	2499
一年最低/最高(元)	34.69/52.73
近3月换手率	46.81%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	12.69	-2.65	20.71
绝对	5.61	-6.06	24.03

资料来源：Wind

相关研报

干部年轻化在路上，预期股息率历史高位——格力电器（000651.SZ）董事会换届选举点评（2025-02-25）

从股息率时间分布看格力价值重估——格力电器（000651.SZ）动态跟踪报告（2025-01-02）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	190,151	205,018	199,348	216,880	232,763
营业成本	139,784	141,626	137,219	146,698	156,123
折旧和摊销	4,970	5,283	4,246	4,719	5,174
税金及附加	1,612	2,114	1,535	1,670	1,792
销售费用	11,285	17,130	16,945	18,435	19,785
管理费用	5,268	6,542	5,980	6,506	6,983
研发费用	6,281	6,762	6,977	7,591	8,147
财务费用	-2,207	-3,527	-2,730	-1,383	-1,788
投资收益	87	217	250	260	270
营业利润	27,284	32,865	34,344	37,419	41,802
利润总额	27,217	32,816	34,649	37,724	42,107
所得税	4,206	5,097	5,336	5,810	6,485
净利润	23,011	27,719	29,313	31,915	35,623
少数股东损益	-1,495	-1,298	-1,000	-1,000	-800
归属母公司净利润	24,507	29,017	30,313	32,915	36,423
EPS(元)	4.35	5.15	5.41	5.88	6.50

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	28,668	56,398	38,674	37,897	41,682
净利润	24,507	29,017	30,313	32,915	36,423
折旧摊销	4,970	5,283	4,246	4,719	5,174
净营运资金增加	-9,514	18,940	-10,928	7,334	6,301
其他	8,706	3,157	15,042	-7,071	-6,215
投资活动产生现金流	-37,057	-41,017	-3,867	-4,236	-4,230
净资本支出	-6,013	-3,494	-4,300	-4,300	-4,300
长期投资变化	5,892	4,489	0	0	0
其他资产变化	-36,936	-42,012	433	64	70
融资活动现金流	9,923	-16,358	-39,303	-18,734	-5,765
股本变化	-283	0	-30	0	0
债务净变化	46,101	2,149	-21,589	-5,460	10,000
无息负债变化	-4,625	-7,890	1,726	6,625	6,481
净现金流	1,803	-840	-4,496	14,927	31,687

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	26.5%	30.9%	31.2%	32.4%	32.9%
EBITDA 率	17.2%	19.3%	18.0%	19.2%	19.9%
EBIT 率	14.6%	16.7%	15.9%	17.1%	17.6%
税前净利润率	14.3%	16.0%	17.4%	17.4%	18.1%
归母净利润率	12.9%	14.2%	15.2%	15.2%	15.6%
ROA	6.5%	7.5%	8.2%	8.5%	8.7%
ROE (摊薄)	25.3%	24.8%	23.9%	22.7%	22.2%
经营性 ROIC	21.9%	17.2%	16.9%	18.9%	20.2%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	71%	67%	64%	61%	60%
流动比率	1.18	1.14	1.27	1.45	1.60
速动比率	1.00	0.97	1.10	1.26	1.41
归母权益/有息债务	1.15	1.36	1.96	2.45	2.37
有形资产/有息债务	3.90	3.94	5.08	5.86	5.50

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	355,025	368,054	357,060	375,484	410,035
货币资金	157,484	124,105	119,609	134,536	166,223
交易性金融资产	3,867	9,614	9,807	10,003	10,203
应收账款	14,825	16,099	15,071	16,396	17,597
应收票据	7	87	0	0	0
其他应收款 (合计)	804	827	220	239	256
存货	38,314	32,579	29,372	31,248	33,062
其他流动资产	33,132	38,977	38,977	38,977	38,977
流动资产合计	255,140	228,141	217,909	236,414	271,493
其他权益工具	4,669	3,865	3,865	3,865	3,865
长期股权投资	5,892	4,489	4,489	4,489	4,489
固定资产	33,810	34,024	34,900	35,058	34,627
在建工程	5,967	6,564	5,583	4,847	4,265
无形资产	11,622	10,828	10,908	10,987	11,064
商誉	1,659	1,452	1,452	1,452	1,452
其他非流动资产	1,760	43,042	43,042	43,042	43,042
非流动资产合计	99,885	139,913	139,152	139,071	138,542
总负债	253,149	247,408	227,545	228,711	245,191
短期借款	52,896	26,443	15,460	0	0
应付账款	32,856	41,147	34,305	36,674	39,031
应付票据	38,610	23,741	38,421	41,075	43,714
预收账款	0	0	9,967	10,844	11,638
其他流动负债	57,968	61,313	61,313	61,313	61,313
流动负债合计	216,372	200,983	171,830	162,937	169,358
长期借款	30,784	39,036	49,036	59,036	69,036
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,621	3,750	3,750	3,750	3,750
非流动负债合计	36,777	46,424	55,715	65,773	75,833
股东权益	101,876	120,646	129,516	146,774	164,844
股本	5,631	5,631	5,601	5,601	5,601
公积金	2,737	3,084	4,183	4,183	4,183
未分配利润	91,458	112,212	128,052	146,311	165,180
归属母公司权益	96,759	116,794	126,663	144,921	163,791
少数股东权益	5,117	3,852	2,852	1,852	1,052

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	5.94%	8.36%	8.50%	8.50%	8.50%
管理费用率	2.77%	3.19%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用率	-1.16%	-1.72%	-1.37%	-0.64%	-0.77%
研发费用率	3.30%	3.30%	3.50%	3.50%	3.50%
所得税率	15%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	1.00	2.38	2.62	3.13	3.82
每股经营现金流	5.09	10.01	6.90	6.77	7.44
每股净资产	17.18	20.74	22.61	25.87	29.24
每股销售收入	33.77	36.41	35.59	38.72	41.55

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	10	9	8	8	7
PB	2.6	2.2	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	8.9	8.3	8.5	7.0	6.0
股息率	2.2%	5.3%	5.9%	7.0%	8.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP