

公司研究

Q2 增速放缓但经营健康，净利率同比继续提升

——格力电器（000651.SZ）2025 年半年报点评

买入（维持）

当前价/目标价：42.60/54.10 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): | 2386.20 |
| 一年最低/最高(元): | 35.89/49.43 |
| 近3月换手率: | 44.25% |

股价相对走势



收益表现

| % | 1M | 3M | 1Y |
|----|--------|--------|--------|
| 相对 | -12.85 | -17.86 | -24.26 |
| 绝对 | -2.51 | -1.13 | 13.46 |

资料来源：Wind

相关研报

业绩分红均超预期，净利率持续改善——格力电器（000651.SZ）2024 年报 2025 年一季报点评（2025-04-28）

新团队新面貌，高股息高价值——格力电器（000651.SZ）动态跟踪报告（2025-04-09）

要点

事件：

公司发布 2025 年半年报。2025 年上半年公司实现营收 973.2 亿元（同比-2.5%），归母净利润 144.1 亿元（同比+2.0%）。25Q2 公司实现营收 559.8 亿元（同比-12.1%），归母净利润 85.1 亿元（同比-10.1%）。

点评：

收入分析-增速略低主要系未参与线上低价竞争以及中央空调行业压力。①**整体收入：**24Q4-25Q2 公司收入增速是-13%/+14%/-12%，（收入+△合同负债）的增速是+13%/+9%/-13%，25Q2 经营节奏出现放缓，可以归因于未参与家空线上低价竞争、出口放缓以及中央空调/工程市场疲弱。②**家用空调：**25Q1-25Q2 产业在线格力家用空调内销量同比+2%/+7%，出口量同比+19%/-4%；25Q1-25Q2 奥维云网格力线上空调零售额同比+9%/+23%。整体来看 25Q2 格力家空内销仍然稳健，出口端承压。25H1 格力/美的系/海尔系空调线上销量结构中 0-2100 元的占比分别为 3%/50%/58%，格力未主动参与家空线上低价竞争。③**中央空调：**根据产业在线数据，2025 上半年中央空调内销规模 564 亿元，同比下滑 10%，工程项目市场收缩节奏加快，推测公司中央空调经营趋势和行业偏离不大。④**综合表现：**25Q2 公司收入增速虽不尽如人意，但经营情况依然较为健康，一是全渠道库存水平较低（零售增速快于出货实现库存去化），二是线上价盘稳定能够有效保护经销商利益（但相应的损失了线上低价市场，如何平衡线上与线下是公司下个阶段面临的重要挑战）。

盈利分析：25Q2 归母净利率同比继续提升。25Q1/25Q2，公司毛销差同比-0.2/-0.3pcts，归母净利率同比+1.4/+0.3pcts。25Q2 归母净利率同比增长，主要系资产和信用减值损失同比减少、公允价值变动净收益增加以及所得税率下降所致。25Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率同比-0.3/+0.6/+0.8/-0.9pcts；25Q2 公允价值变动净损益/资产减值损失/信用减值损失（损失以“-”号填列）同比+1.8/+1.2/+2.1 亿元，占总营收的比例同比+0.3/+0.2/+0.3pcts；25Q2 所得税占利润总额的比例为 11.5%，同比-4.4pcts，所得税率同比显著下降。

资产负债表&现金流量表：盈利蓄水平稳+现金质量优异+存货继续下降。①**其他流动负债基本平稳：**25Q2 末为 611 亿元，同比-2%，环比-1%。②**合同负债：**25Q1-25Q2 分别是 182/124 亿元，环比下降符合历史规律。③**经营性净现金流大幅增长：**25H1 公司实现经营性净现金流 283 亿元，同比+453%，主要系存货减少以及应付账款增加。④**存货继续下降：**25Q2 末存货账面价值 243 亿元，存货自 21 年开始连年下降意味着渠道新模式基本跑通。⑤**类现金资产（货币资金+交易性金融资产+衍生金融资产+其他流动资产）：**25Q2 末超 1600 亿元，创 23Q3 末以来单季度末新高。

盈利预测、估值与评级：格力是兼具品牌力、产品力、渠道壁垒的空调行业翘楚，新零售模式实现线上线下平台共享，推行员工股权激励计划提升公司治理，25 年动态股息率预测值高达 6.9%（假设 25 年归母净利润 330 亿元，分红比例 50%，股价时间为 2025-08-29）。考虑到公司 25Q2 业务增速放缓，我们下调 25-27 年归母净利润预测至 330、358、382 亿元（较前次预测分别下调 5%、3%、5%），现价对应 PE 为 7、7、6 倍，维持目标价 54.10 元，维持“买入”评级。

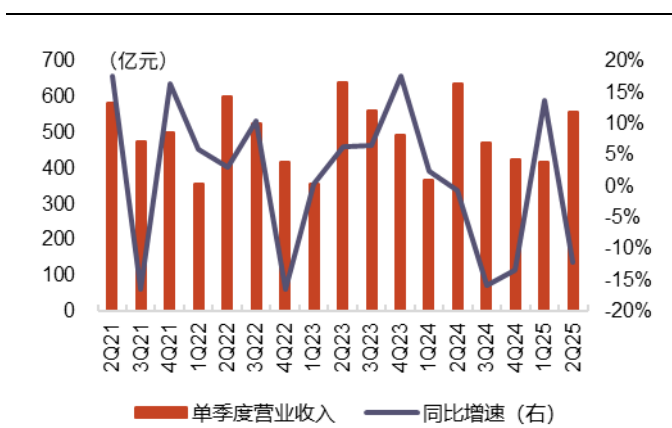
风险提示：海外销售疲软，关税风险超预期，以旧换新政策效果不及预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

| 指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 205,018 | 190,038 | 194,889 | 204,256 | 216,143 |
| 营业收入增长率 | 7.82% | -7.31% | 2.55% | 4.81% | 5.82% |
| 归母净利润 (百万元) | 29,017 | 32,185 | 33,030 | 35,780 | 38,202 |
| 归母净利润增长率 | 18.41% | 10.91% | 2.63% | 8.33% | 6.77% |
| EPS (元) | 5.15 | 5.75 | 5.90 | 6.39 | 6.82 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 24.84% | 23.42% | 22.88% | 21.80% | 20.66% |
| P/E | 8 | 7 | 7 | 7 | 6 |
| P/B | 2.1 | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 1.3 |

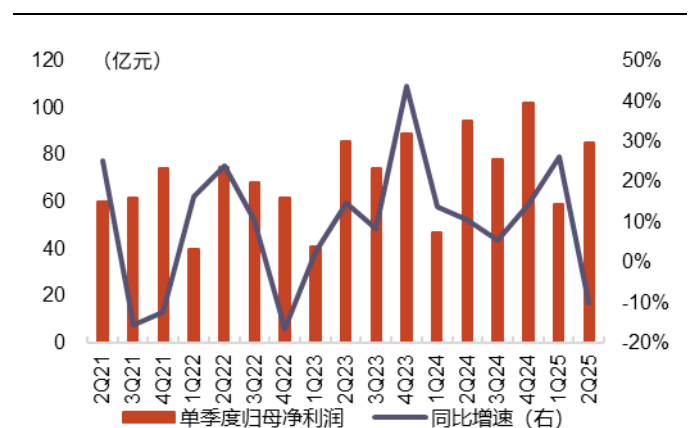
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-08-29 注: 23-24 年公司总股本分别为 56.31 亿股、56.01 亿股, 预计 25-27 年公司总股本为 56.01 亿股。

图 1: 公司单季度营业收入及同比



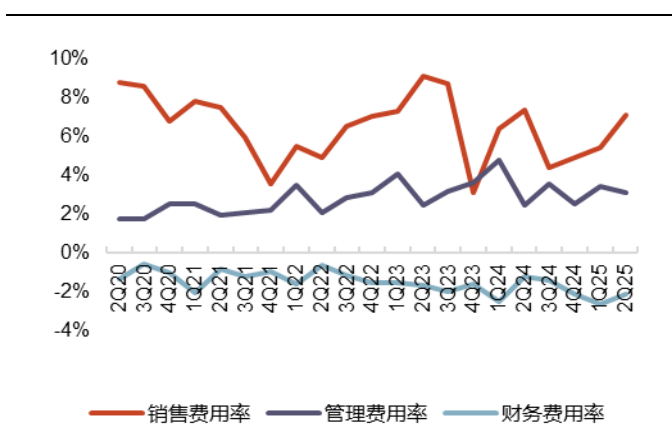
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 公司单季度归母净利润及同比



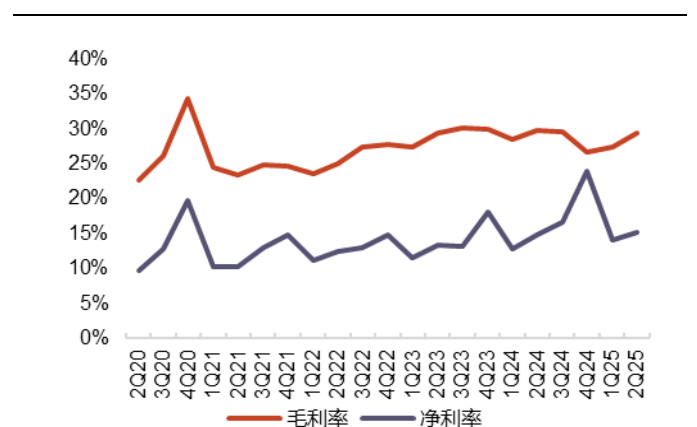
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 公司单季度三费率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: 公司单季度毛利率和净利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 205,018 | 190,038 | 194,889 | 204,256 | 216,143 |
| 营业成本 | 141,626 | 133,496 | 137,319 | 141,081 | 149,228 |
| 折旧和摊销 | 5,283 | 5,257 | 4,192 | 4,589 | 4,987 |
| 税金及附加 | 2,114 | 1,799 | 1,845 | 1,933 | 2,046 |
| 销售费用 | 17,130 | 9,753 | 9,939 | 10,213 | 10,807 |
| 管理费用 | 6,542 | 6,058 | 6,236 | 6,332 | 6,700 |
| 研发费用 | 6,762 | 6,904 | 7,016 | 7,353 | 7,781 |
| 财务费用 | -3,527 | -3,300 | -2,557 | -1,602 | -2,386 |
| 投资收益 | 217 | 560 | 250 | 260 | 270 |
| 营业利润 | 32,865 | 36,988 | 36,301 | 39,444 | 42,440 |
| 利润总额 | 32,816 | 36,896 | 36,606 | 39,749 | 42,745 |
| 所得税 | 5,097 | 4,525 | 4,576 | 4,969 | 5,343 |
| 净利润 | 27,719 | 32,371 | 32,030 | 34,780 | 37,402 |
| 少数股东损益 | -1,298 | 186 | -1,000 | -1,000 | -800 |
| 归属母公司净利润 | 29,017 | 32,185 | 33,030 | 35,780 | 38,202 |
| EPS(元) | 5.15 | 5.75 | 5.90 | 6.39 | 6.82 |

| 现金流量表 (百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | 56,398 | 29,369 | 29,700 | 40,189 | 41,756 |
| 净利润 | 29,017 | 32,185 | 33,030 | 35,780 | 38,202 |
| 折旧摊销 | 5,283 | 5,257 | 4,192 | 4,589 | 4,987 |
| 净营运资金增加 | 18,940 | -1,305 | 7,090 | 2,635 | 4,799 |
| 其他 | 3,157 | -6,767 | -14,612 | -2,815 | -6,231 |
| 投资活动产生现金流 | -41,017 | -15,558 | -4,267 | -4,378 | -4,374 |
| 净资本支出 | -3,494 | -3,117 | -4,300 | -4,300 | -4,300 |
| 长期投资变化 | 4,489 | 4,356 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -42,012 | -16,797 | 33 | -78 | -74 |
| 融资活动现金流 | -16,358 | -23,703 | -22,400 | -30,192 | -10,324 |
| 股本变化 | 0 | -30 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 2,149 | -13,268 | 1,122 | -15,778 | 4,680 |
| 无息负债变化 | -7,890 | -7,622 | -5,227 | 4,245 | 4,830 |
| 净现金流 | -840 | -9,773 | 3,033 | 5,620 | 27,058 |

主要指标

| 盈利能力 (%) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 30.9% | 29.8% | 29.5% | 30.9% | 31.0% |
| EBITDA 率 | 19.3% | 21.4% | 19.4% | 21.1% | 21.2% |
| EBIT 率 | 16.7% | 18.6% | 17.3% | 18.9% | 18.9% |
| 税前净利润率 | 16.0% | 19.4% | 18.8% | 19.5% | 19.8% |
| 归母净利润率 | 14.2% | 16.9% | 16.9% | 17.5% | 17.7% |
| ROA | 7.5% | 8.8% | 8.7% | 9.2% | 9.2% |
| ROE (摊薄) | 24.8% | 23.4% | 22.9% | 21.8% | 20.7% |
| 经营性 ROIC | 17.2% | 17.1% | 15.5% | 17.6% | 18.2% |

| 偿债能力 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 67% | 62% | 60% | 56% | 54% |
| 流动比率 | 1.14 | 1.12 | 1.21 | 1.41 | 1.60 |
| 速动比率 | 0.97 | 0.98 | 1.05 | 1.23 | 1.40 |
| 归母权益/有息债务 | 1.36 | 1.89 | 1.95 | 2.82 | 2.94 |
| 有形资产/有息债务 | 3.94 | 4.65 | 4.60 | 5.96 | 5.98 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 资产负债表 (百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总资产 | 368,054 | 368,032 | 369,877 | 377,109 | 406,631 |
| 货币资金 | 124,105 | 113,900 | 116,933 | 122,553 | 149,612 |
| 交易性金融资产 | 9,614 | 16,548 | 16,879 | 17,217 | 17,561 |
| 应收账款 | 16,099 | 16,832 | 14,383 | 15,074 | 15,951 |
| 应收票据 | 87 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应收款 (合计) | 827 | 870 | 199 | 209 | 221 |
| 存货 | 32,579 | 27,911 | 30,070 | 30,585 | 32,153 |
| 其他流动资产 | 38,977 | 32,764 | 32,764 | 32,764 | 32,764 |
| 流动资产合计 | 228,141 | 224,803 | 227,182 | 234,342 | 264,182 |
| 其他权益工具 | 3,865 | 3,040 | 3,040 | 3,040 | 3,040 |
| 长期股权投资 | 4,489 | 4,356 | 4,356 | 4,356 | 4,356 |
| 固定资产 | 34,024 | 36,987 | 37,035 | 36,659 | 35,914 |
| 在建工程 | 6,564 | 3,076 | 2,967 | 2,885 | 2,794 |
| 无形资产 | 10,828 | 10,439 | 10,527 | 10,614 | 10,698 |
| 商誉 | 1,452 | 1,368 | 1,368 | 1,368 | 1,368 |
| 其他非流动资产 | 43,042 | 56,964 | 56,964 | 56,964 | 56,964 |
| 非流动资产合计 | 139,913 | 143,229 | 142,695 | 142,767 | 142,449 |
| 总负债 | 247,408 | 226,518 | 222,413 | 210,880 | 220,390 |
| 短期借款 | 26,443 | 39,010 | 33,563 | 3,821 | 0 |
| 应付账款 | 41,147 | 47,091 | 40,204 | 44,021 | 47,631 |
| 应付票据 | 23,741 | 14,479 | 15,105 | 15,519 | 16,415 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 61,313 | 60,646 | 60,646 | 60,646 | 60,646 |
| 流动负债合计 | 200,983 | 201,125 | 187,676 | 166,085 | 165,537 |
| 长期借款 | 39,036 | 18,230 | 28,230 | 38,230 | 48,230 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 3,750 | 3,650 | 3,650 | 3,650 | 3,650 |
| 非流动负债合计 | 46,424 | 25,393 | 34,737 | 44,794 | 54,853 |
| 股东权益 | 120,646 | 141,514 | 147,464 | 166,229 | 186,241 |
| 股本 | 5,631 | 5,601 | 5,601 | 5,601 | 5,601 |
| 公积金 | 3,084 | 2,262 | 3,273 | 3,273 | 3,273 |
| 未分配利润 | 112,212 | 131,447 | 146,662 | 166,427 | 187,239 |
| 归属母公司权益 | 116,794 | 137,417 | 144,367 | 164,133 | 184,944 |
| 少数股东权益 | 3,852 | 4,097 | 3,097 | 2,097 | 1,297 |

| 费用率 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 8.36% | 5.13% | 5.10% | 5.00% | 5.00% |
| 管理费用率 | 3.19% | 3.19% | 3.20% | 3.10% | 3.10% |
| 财务费用率 | -1.72% | -1.74% | -1.31% | -0.78% | -1.10% |
| 研发费用率 | 3.30% | 3.63% | 3.60% | 3.60% | 3.60% |
| 所得税率 | 16% | 12% | 13% | 13% | 13% |

| 每股指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股红利 | 2.38 | 3.00 | 2.86 | 3.10 | 3.34 |
| 每股经营现金流 | 10.01 | 5.24 | 5.30 | 7.17 | 7.45 |
| 每股净资产 | 20.74 | 24.53 | 25.77 | 29.30 | 33.02 |
| 每股销售收入 | 36.41 | 33.93 | 34.79 | 36.47 | 38.59 |

| 估值指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE | 8 | 7 | 7 | 7 | 6 |
| PB | 2.1 | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 8.0 | 7.3 | 7.8 | 6.5 | 5.7 |
| 股息率 | 5.6% | 7.0% | 6.7% | 7.3% | 7.8% |

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