

公司研究

发布中期利润分配方案，经营性净现金大幅提升

——格力电器（000651.SZ）2025 年三季度报点评

买入（维持）

当前价/目标价：39.75/51.42 元

作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

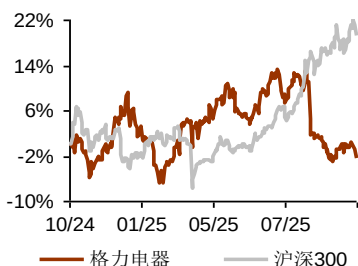
021- 52523793

hongjiran@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	56.01
总市值(亿元):	2227
一年最低/最高(元):	37.87/46.43
近 3 月换手率:	57.81%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.10	-24.02	-19.72
绝对	-1.56	-10.02	-2.07

资料来源：Wind

相关研报

股息率超 7%彰显价值底蕴——格力电器（000651.SZ）动态跟踪报告（2025-09-25）

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（2025-08-31）

要点

事件：

25Q3 公司实现总营收 400 亿元（同比-15%），归母净利润 71 亿元（同比-10%）。公司现金流量表和资产负债表较为健康，其中经营性净现金较上年同期大幅增长、存货维持低位、合同负债环比提升都表明经营质量比较健康。公司发布 25 年中期利润分配预案，拟每 10 股派发现金红利 10 元（含税）。

点评：

收入分析-增速略低主要系国补退潮以及中央空调出口等行业压力。1) **整体收入。**25Q1-25Q3 公司收入同比增速是+14%/-12%/-15%，25Q3 经营趋势和 25Q2 比较，类似点是出口放缓+中央空调/工程市场疲弱，差异是 Q3 线下高端型号受到国补退潮影响，但线上的价格竞争是比 Q2 缓解。2) **家用空调。**25Q1-25Q3 格力空调内销同比+2%/+7%/+3%，出口同比+19%/-4%/-15%（产业在线数据）。25H1 和 25Q3 零售端，奥维数据显示，格力线上销量同比分别是+21%和+18%，线下销量同比是+14%/-3%。3) **中央空调。**25Q3 相对 25 上半年中央空调行业国内规模降幅并未改善，预计公司经营趋势和行业偏离不大。4) **综合来看。**Q2-Q3 业绩增长稍弱，但公司经营质量较为健康，一是全渠道库存水平较低，二是价盘稳定能够保护经销商。

盈利分析：25Q3 归母净利率同比继续提升。25Q3 公司毛销差同比-0.4pcts，归母净利率同比+1.0pcts。25Q3 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、管理/财务费用率降低、所得税率下降所致。25Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率同比-0.9/-0.6/+0.4/-1.1pcts；同期资产减值损失/信用减值损失占总营收的比例同比+0.6/+0.4pcts。

盈利蓄水平稳+现金质量优异+存货保持低位。1) **其他流动负债基本平稳。**25Q3 末为 613 亿元，环比略有提升，盈利蓄水池稳定。2) **合同负债。**25Q2-25Q3 合同负债 124/137 亿元，25Q3 环比 25Q2 上升说明经销商开盘打款积极性较好。3) **经营净现金大幅增长。**前三季度公司实现经营性净现金 457 亿元同比+260%，主要系票据、保函保证金等受限资金减少。4) **存货维持低位。**25Q3 存货账面价值 253 亿元，维持近年低位意味着渠道新模式基本跑通。5) **现金储备充沛。**25Q3 公司货币资金+交易性金融资产+其他流动资产总计 1625 亿元。

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。公司 25 年动态股息率预测值高达 7.4%（假设 25 年归母净利润 300 亿元，分红比例 55%，股价时间为 2025-10-31）。

考虑到 25Q3 业务增速放缓,我们下调 25-27 年归母净利润预测至 300/320/332 亿元(较前次预测分别下调 9%、11%、13%),现价对应 PE 为 7、7、7 倍,维持目标价 51.42 元,维持“买入”评级。

风险提示: 空调内销价格竞争超预期,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	173,053	181,241	188,323
营业收入增长率	7.82%	-7.31%	-8.94%	4.73%	3.91%
归母净利润(百万元)	29,017	32,185	29,985	31,999	33,182
归母净利润增长率	18.41%	10.91%	-6.83%	6.71%	3.70%
EPS(元)	5.15	5.75	5.35	5.71	5.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.84%	23.42%	21.22%	20.15%	18.80%
P/E	8	7	7	7	7
P/B	1.9	1.6	1.6	1.4	1.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-10-31; 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。

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	173,053	181,241	188,323
营业成本	141,626	133,496	122,995	126,260	131,312
折旧和摊销	5,283	5,257	4,192	4,589	4,987
税金及附加	2,114	1,799	1,638	1,716	1,783
销售费用	17,130	9,753	8,826	9,062	9,416
管理费用	6,542	6,058	5,538	5,618	5,838
研发费用	6,762	6,904	6,230	6,525	6,780
财务费用	-3,527	-3,300	-3,206	-2,621	-3,055
投资收益	217	560	250	260	270
营业利润	32,865	36,988	32,821	35,122	36,703
利润总额	32,816	36,896	33,126	35,427	37,008
所得税	5,097	4,525	4,141	4,428	4,626
净利润	27,719	32,371	28,985	30,999	32,382
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	29,985	31,999	33,182
EPS(元)	5.15	5.75	5.35	5.71	5.92

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	56,398	29,369	41,898	33,132	34,107
净利润	29,017	32,185	29,985	31,999	33,182
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	-21,903	4,185	3,876
其他	3,157	-6,767	29,624	-7,641	-7,938
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	-47,700	-5,523	-3,943
股本变化	0	-30	0	0	0
债务净变化	2,149	-13,268	-24,826	6,349	8,501
无息负债变化	-7,890	-7,622	1,352	1,643	1,548
净现金流	-840	-9,773	-10,069	23,231	25,789

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	30.9%	29.8%	28.9%	30.3%	30.3%
EBITDA 率	19.3%	21.4%	19.1%	20.9%	20.9%
EBIT 率	16.7%	18.6%	16.7%	18.3%	18.3%
税前净利润率	16.0%	19.4%	19.1%	19.5%	19.7%
归母净利润率	14.2%	16.9%	17.3%	17.7%	17.6%
ROA	7.5%	8.8%	8.3%	8.3%	8.1%
ROE (摊薄)	24.8%	23.4%	21.2%	20.1%	18.8%
经营性 ROIC	17.2%	17.1%	15.7%	17.6%	17.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	67%	62%	58%	57%	55%
流动比率	1.14	1.12	1.22	1.38	1.54
速动比率	0.97	0.98	1.07	1.23	1.39
归母权益/有息债务	1.36	1.89	2.94	2.92	2.81
有形资产/有息债务	3.94	4.65	6.62	6.29	5.86

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	347,463	371,962	398,894
货币资金	124,105	113,900	103,832	127,063	152,852
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	11,352	11,889	12,354
应收票据	87	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	827	870	178	186	193
存货	32,579	27,911	24,029	24,354	25,048
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	204,768	229,195	256,445
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	203,044	211,036	221,086
短期借款	26,443	39,010	7,615	0	0
应付账款	41,147	47,091	46,738	47,979	48,706
应付票据	23,741	14,479	15,989	16,414	17,071
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	168,307	166,242	166,233
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	144,419	160,925	177,808
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	143,617	161,124	178,806
归属母公司权益	116,794	137,417	141,323	158,829	176,511
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%	-1.85%	-1.45%	-1.62%
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	2.59	2.77	2.89
每股经营现金流	10.01	5.24	7.48	5.91	6.09
每股净资产	20.74	24.53	25.23	28.36	31.51
每股销售收入	36.41	33.93	30.89	32.36	33.62

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	8	7	7	7	7
PB	1.9	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.6	6.9	7.7	6.4	5.7
股息率	6.0%	7.5%	6.5%	7.0%	7.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
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所载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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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