

## 格力电器（000651）

证券研究报告

2025 年 11 月 07 日

## 2025Q3 收入端阶段性承压，盈利能力保持韧性

## 事件

2025 年 10 月 31 日，格力集团公布 2025 年三季报。2025Q3 公司实现营业收入 398.6 亿元（同比-15.1%，下同），归母净利润 70.49 亿元（-9.9%），扣非归母净利润 66.38 亿元（-9.0%）。综合前三季度，公司实现营业收入 1371.8 亿元（-6.5%），归母净利润 214.6 亿元（-2.3%），扣非归母净利润 205.8 亿元（-2.7%）。

## 点评

**空调业务方面**，公司空调主业预计阶段性承压。（1）中央空调：根据产业在线数据，2025 年 Q3 中央空调行业内/外销售量整体分别-26.4%/-4%，内销房地产景气度下降中央空调销售受阻，预计公司中央空调业务有所承压。（2）家空：根据产业在线数据，2025 年 Q3 家用空调行业内/外销售量整体分别+6%/-13%，其中公司内/外销同比分别+3%/-15%，预计国补对内销需求有一定拉动，但关税扰动和高基数下外销阶段性承压。

**其他业务方面**，公司正在顺应健康、舒适、节能、智慧的家电消费市场发展方向，丰富多元产品矩阵。具体来看，1）格力智铂洗烘机搭载全域透气烘科技，搭配双冷凝技术，解决了以往洗烘机烘干效率低等问题，并配合烘干智能判干系统，衣干即停，助力节能目标的实现；2）公司提出“家用冰箱果蔬及肉类保鲜关键技术研究与应用”，有效解决果蔬复杂存储场景中如何始终建立高湿度并稳定控制的技术难题，以及改变肉类存储场景中传统微冻技术细胞从外向内结冰的冻结过程，使细胞内外同时形成均匀细小的冰晶，满足现代家庭的保鲜需求。此外，公司积极布局新能源业务，如积极卡位沙特“2030 愿景”，推出“光储空”系统直流化新架构，将新能源直流直发与变频空调直流直用有机结合，为中东地区提供更高效、更稳定的绿色用能选择。

**利润端**：2025Q3 毛利率 28.3%（同比-0.3pct，下同），公司传统空调业务受行业周期与关税影响，毛利率有一定波动，但成本管控良好，期间费用率 8.2%（-1.1pct），其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.2/-0.6/+0.4/-1.1pct，综合影响下净利率为 17.7%（2.1pct），归母净利率为 17.7%（+1.0pct），扣非净利率为 16.6%（+1.1pct）。公司空调主业呈现阶段性波动，我们下调归母净利润至 303.7/313.8/331.6 亿元（前值为 346.9/368.3/387.0 亿元），我们仍看好内需和地产恢复，叠加其他业务打造第二曲线下，公司业绩有望逐渐迎来复苏。

**风险提示**：关税变动风险；行业竞争加剧风险；下游需求不及预期风险；原材料涨价风险

| 财务数据和估值       | 2023       | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元)     | 205,018.12 | 190,038.07 | 178,181.46 | 181,472.75 | 188,120.50 |
| 增长率(%)        | 7.82       | (7.31)     | (6.24)     | 1.85       | 3.66       |
| EBITDA(百万元)   | 46,038.24  | 45,162.53  | 36,271.49  | 37,593.86  | 39,610.95  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 29,017.39  | 32,184.57  | 30,366.77  | 31,379.37  | 33,161.38  |
| 增长率(%)        | 18.41      | 10.91      | (5.65)     | 3.33       | 5.68       |
| EPS(元/股)      | 5.15       | 5.75       | 5.42       | 5.60       | 5.92       |
| 市盈率(P/E)      | 7.76       | 6.96       | 7.38       | 7.14       | 6.75       |
| 市净率(P/B)      | 1.93       | 1.63       | 1.47       | 1.33       | 1.21       |
| 市销率(P/S)      | 1.10       | 1.18       | 1.26       | 1.23       | 1.19       |
| EV/EBITDA     | 1.14       | 2.22       | 1.34       | 0.56       | (0.12)     |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 家用电器/白色家电 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格   | 39.99 元   |
| 目标价格   | 元         |

## 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 5,601.41    |
| 流通 A 股股本(百万股) | 5,515.16    |
| A 股总市值(百万元)   | 224,000.22  |
| 流通 A 股市值(百万元) | 220,551.07  |
| 每股净资产(元)      | 25.78       |
| 资产负债率(%)      | 62.80       |
| 一年内最高/最低(元)   | 48.47/39.20 |

## 作者

周嘉乐 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110525060005  
zhoujiale@tfzq.com

陈怡仲 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110525090004  
chenyizhong@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《格力电器-年报点评报告:Q1 收入业绩增速亮眼，分红比例同比提升》2025-04-28
- 《格力电器-公司点评:渠道拟 10.5-21 亿元增持股份，彰显信心》2025-03-04
- 《格力电器-公司点评:公司变更董事会秘书，管理团队逐渐年轻化》2025-01-14

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2023              | 2024              | 2025E             | 2026E             | 2027E             |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金             | 124,104.99        | 113,900.46        | 97,501.12         | 118,125.26        | 136,579.50        |
| 应收票据及应收账款        | 16,186.82         | 16,831.89         | 16,400.24         | 19,931.25         | 20,496.92         |
| 预付账款             | 2,492.65          | 1,530.31          | 2,477.02          | 1,871.67          | 2,943.84          |
| 存货               | 32,579.14         | 27,910.91         | 32,344.11         | 33,043.66         | 39,363.34         |
| 其他               | 52,777.72         | 64,629.34         | 61,738.00         | 65,483.04         | 69,745.75         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>228,141.31</b> | <b>224,802.91</b> | <b>210,460.49</b> | <b>238,454.88</b> | <b>269,129.34</b> |
| 长期股权投资           | 4,488.97          | 4,355.71          | 4,355.71          | 4,355.71          | 4,355.71          |
| 固定资产             | 34,034.83         | 36,996.17         | 33,823.26         | 30,386.38         | 26,709.52         |
| 在建工程             | 6,563.91          | 3,076.38          | 3,576.38          | 4,076.38          | 4,576.38          |
| 无形资产             | 10,827.69         | 10,438.87         | 10,166.72         | 9,870.85          | 9,553.41          |
| 其他               | 83,997.19         | 88,361.66         | 94,815.95         | 101,596.88        | 108,872.87        |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>139,912.59</b> | <b>143,228.80</b> | <b>146,738.02</b> | <b>150,286.20</b> | <b>154,067.89</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>368,053.90</b> | <b>368,031.70</b> | <b>357,198.51</b> | <b>388,741.08</b> | <b>423,197.23</b> |
| 短期借款             | 26,443.48         | 39,009.53         | 10,318.40         | 10,318.40         | 10,318.40         |
| 应付票据及应付账款        | 64,888.49         | 61,570.32         | 64,397.14         | 72,300.70         | 79,071.34         |
| 其他               | 109,651.34        | 100,545.59        | 108,860.83        | 116,561.86        | 126,912.54        |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>200,983.30</b> | <b>201,125.44</b> | <b>183,576.37</b> | <b>199,180.96</b> | <b>216,302.28</b> |
| 长期借款             | 39,035.74         | 18,229.82         | 9,665.07          | 9,665.07          | 9,665.07          |
| 应付债券             | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 其他               | 7,388.71          | 7,162.75          | 7,688.75          | 8,253.39          | 8,859.48          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>46,424.45</b>  | <b>25,392.57</b>  | <b>17,353.82</b>  | <b>17,918.46</b>  | <b>18,524.55</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>247,407.75</b> | <b>226,518.01</b> | <b>200,930.20</b> | <b>217,099.42</b> | <b>234,826.83</b> |
| 少数股东权益           | 3,852.44          | 4,096.80          | 3,655.34          | 3,326.85          | 3,103.70          |
| 股本               | 5,631.41          | 5,601.41          | 5,601.41          | 5,601.41          | 5,601.41          |
| 资本公积             | 1,352.52          | 472.18            | 1,319.11          | 1,319.11          | 1,319.11          |
| 留存收益             | 113,942.78        | 133,236.94        | 148,723.99        | 164,413.68        | 180,994.37        |
| 其他               | (4,132.99)        | (1,893.63)        | (3,031.53)        | (3,019.38)        | (2,648.18)        |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>120,646.15</b> | <b>141,513.69</b> | <b>156,268.31</b> | <b>171,641.66</b> | <b>188,370.40</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>368,053.90</b> | <b>368,031.70</b> | <b>357,198.51</b> | <b>388,741.08</b> | <b>423,197.23</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2023               | 2024               | 2025E              | 2026E              | 2027E              |
|----------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 净利润            | 27,719.02          | 32,371.07          | 30,366.77          | 31,379.37          | 33,161.38          |
| 折旧摊销           | 5,283.33           | 5,256.91           | 5,554.84           | 5,650.74           | 5,737.92           |
| 财务费用           | (3,910.05)         | (3,108.26)         | (3,333.42)         | (3,366.76)         | (3,400.42)         |
| 投资损失           | (217.16)           | (765.30)           | (288.11)           | (355.18)           | (401.19)           |
| 营运资金变动         | (11,305.71)        | (4,346.83)         | (3,370.95)         | 1,884.99           | (1,912.28)         |
| 其它             | 38,828.99          | (38.34)            | (925.60)           | (622.43)           | (546.12)           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>56,398.43</b>   | <b>29,369.25</b>   | <b>28,003.53</b>   | <b>34,570.73</b>   | <b>32,639.30</b>   |
| 资本支出           | 2,297.86           | 4,349.83           | 2,083.78           | 1,853.35           | 1,637.53           |
| 长期投资           | (1,403.32)         | (133.25)           | 0.00               | 0.00               | 0.00               |
| 其他             | (41,911.75)        | (19,774.49)        | 1,038.42           | (5,045.58)         | (4,554.78)         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(41,017.22)</b> | <b>(15,557.91)</b> | <b>3,122.20</b>    | <b>(3,192.22)</b>  | <b>(2,917.25)</b>  |
| 债权融资           | 5,675.83           | (9,967.80)         | (32,778.53)        | 4,594.69           | 4,718.53           |
| 股权融资           | (13,350.83)        | (15,426.39)        | (14,746.54)        | (15,349.06)        | (15,986.33)        |
| 其他             | (8,682.81)         | 1,690.98           | 0.00               | 0.00               | 0.00               |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(16,357.82)</b> | <b>(23,703.21)</b> | <b>(47,525.07)</b> | <b>(10,754.37)</b> | <b>(11,267.80)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00               | 0.00               | 0.00               | 0.00               | 0.00               |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(976.61)</b>    | <b>(9,891.87)</b>  | <b>(16,399.34)</b> | <b>20,624.14</b>   | <b>18,454.24</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2023              | 2024              | 2025E             | 2026E             | 2027E             |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>205,018.12</b> | <b>190,038.07</b> | <b>178,181.46</b> | <b>181,472.75</b> | <b>188,120.50</b> |
| 营业成本             | 141,625.55        | 133,496.12        | 123,880.16        | 125,235.91        | 129,192.33        |
| 营业税金及附加          | 2,114.18          | 1,798.83          | 1,678.27          | 1,766.13          | 1,794.46          |
| 销售费用             | 17,129.64         | 9,753.02          | 9,948.08          | 10,346.01         | 10,552.93         |
| 管理费用             | 6,542.16          | 6,057.61          | 5,754.73          | 6,042.46          | 6,344.59          |
| 研发费用             | 6,762.14          | 6,904.08          | 7,076.69          | 7,182.84          | 7,326.49          |
| 财务费用             | (3,526.52)        | (3,300.42)        | (3,333.42)        | (3,366.76)        | (3,400.42)        |
| 资产/信用减值损失        | (3,317.62)        | (1,209.25)        | (1,232.62)        | (1,298.70)        | (1,246.86)        |
| 公允价值变动收益         | 437.58            | (273.98)          | (59.99)           | 34.54             | (99.81)           |
| 投资净收益            | 217.16            | 560.28            | 288.11            | 355.18            | 401.19            |
| 其他               | 1,156.69          | 2,582.56          | 1,501.71          | 1,709.01          | 1,978.46          |
| <b>营业利润</b>      | <b>32,864.78</b>  | <b>36,988.44</b>  | <b>33,674.17</b>  | <b>35,066.19</b>  | <b>37,343.11</b>  |
| 营业外收入            | 128.37            | 72.19             | 86.79             | 95.78             | 84.92             |
| 营业外支出            | 177.45            | 164.63            | 156.20            | 166.09            | 162.31            |
| <b>利润总额</b>      | <b>32,815.70</b>  | <b>36,896.00</b>  | <b>33,604.75</b>  | <b>34,995.88</b>  | <b>37,265.73</b>  |
| 所得税              | 5,096.68          | 4,524.93          | 4,103.60          | 4,273.47          | 4,550.65          |
| <b>净利润</b>       | <b>27,719.02</b>  | <b>32,371.07</b>  | <b>29,501.16</b>  | <b>30,722.41</b>  | <b>32,715.08</b>  |
| 少数股东损益           | (1,298.36)        | 186.50            | (865.61)          | (656.97)          | (446.31)          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>29,017.39</b>  | <b>32,184.57</b>  | <b>30,366.77</b>  | <b>31,379.37</b>  | <b>33,161.38</b>  |
| 每股收益（元）          | 5.15              | 5.75              | 5.42              | 5.60              | 5.92              |

| 主要财务比率         | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E   |
|----------------|----------|----------|----------|----------|---------|
| <b>成长能力</b>    |          |          |          |          |         |
| 营业收入           | 7.82%    | -7.31%   | -6.24%   | 1.85%    | 3.66%   |
| 营业利润           | 20.45%   | 12.55%   | -8.96%   | 4.13%    | 6.49%   |
| 归属于母公司净利润      | 18.41%   | 10.91%   | -5.65%   | 3.33%    | 5.68%   |
| <b>获利能力</b>    |          |          |          |          |         |
| 毛利率            | 30.92%   | 29.75%   | 30.48%   | 30.99%   | 31.32%  |
| 净利率            | 14.15%   | 16.94%   | 17.04%   | 17.29%   | 17.63%  |
| ROE            | 24.84%   | 23.42%   | 19.90%   | 18.64%   | 17.90%  |
| ROIC           | -125.28% | -247.44% | -156.98% | -121.74% | -85.74% |
| <b>偿债能力</b>    |          |          |          |          |         |
| 资产负债率          | 67.22%   | 61.55%   | 56.25%   | 55.85%   | 55.49%  |
| 净负债率           | -31.51%  | -29.03%  | -38.91%  | -46.72%  | -51.67% |
| 流动比率           | 1.14     | 1.12     | 1.15     | 1.20     | 1.24    |
| 速动比率           | 0.97     | 0.98     | 0.97     | 1.03     | 1.06    |
| <b>营运能力</b>    |          |          |          |          |         |
| 应收账款周转率        | 13.22    | 11.51    | 10.72    | 9.99     | 9.31    |
| 存货周转率          | 5.78     | 6.28     | 5.91     | 5.55     | 5.20    |
| 总资产周转率         | 0.57     | 0.52     | 0.49     | 0.49     | 0.46    |
| <b>每股指标（元）</b> |          |          |          |          |         |
| 每股收益           | 5.15     | 5.75     | 5.42     | 5.60     | 5.92    |
| 每股经营现金流        | 10.01    | 5.24     | 5.00     | 6.17     | 5.83    |
| 每股净资产          | 20.74    | 24.53    | 27.25    | 30.05    | 33.08   |
| <b>估值比率</b>    |          |          |          |          |         |
| 市盈率            | 7.76     | 6.96     | 7.38     | 7.14     | 6.75    |
| 市净率            | 1.93     | 1.63     | 1.47     | 1.33     | 1.21    |
| EV/EBITDA      | 1.14     | 2.22     | 1.34     | 0.56     | -0.12   |
| EV/EBIT        | 1.29     | 2.51     | 1.58     | 0.66     | -0.14   |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                                                            | 海口                                                                                                     | 上海                                                                                                            | 深圳                                                                                                                 |
|---------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心<br>B 座 11 层<br>邮编：100088<br>邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦<br>A 栋 23 层 2301 房<br>邮编：570102<br>电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际<br>客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号<br>平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |