

# 格力电器 (000651)

 证券研究报告  
 2026年05月02日

## 营收增速转正，渠道改革成效有望持续释放

### 事件：

2025年，公司实现营业收入1704.5亿元（同比-9.9%，下同），归母净利润290亿元（-9.9%），扣非归母净利润277.1亿元（-8.0%）。2025Q4，公司实现营业收入332.7亿元（-21.5%），归母净利润75.42亿元（-26.2%），扣非归母净利润71.21亿元（-20.3%）。2026Q1，公司实现营业收入429.7亿元（+3.5%），归母净利润60.8亿元（+3.0%），扣非归母净利润57亿元（-0.3%）。

公司2025年度分红方案每10股派30元（含中期每10股派10元）。同时，拟回购50-100亿元，回购价格不超过56.55元/股，不低于70%股份将用于注销，不高于30%股份将用于员工持股/股权激励。（分红和回购方案尚需股东大会审议通过）

### 点评：

**家电行业承压，智能装备业务快速增长。**2025年分区域看，公司主营业务内外销分别为1264/274亿元，同比分别-10.7%/-2.9%。分业务看，消费电器/工业制品及绿色能源/智能装备分别实现营收1331/174/77亿元，同比分别-10.4%/+0.8%/+60.5%，智能装备业务高增，有望贡献增量业绩。25年家电行业承压，产业在线数据显示家用空调总销量-1.2%，内销+0.7%但出口-3.3%，主要受高基数、美国关税及海外市场需求回落等因素影响；商用空调出口+12.7%但内销-7.4%；工业领域，空调电机销量基本持平，但原材料价格高位运行推高成本。在行业承压的背景下，公司25年家空销量同比-2.5%，内外销分别-2.1%/-3.4%。

**渠道改革基本完成，分红比例持续提升。**据制冷快报，经历“盛世->数科->恒信”的渠道改革后，公司渠道体系逐步从传统的层层分销向扁平化和数字化转型，我们认为传统意义上用于平滑收入波动的“蓄水池”作用或将有所弱化。2025年末，公司合同负债为152.07亿元（+21.7%），其他流动负债为602.15亿元（-0.2%）。2026Q1末，合同负债为123.35亿元（-32.4%），其他流动负债为609.18亿元（-1.0%，环比回升）。同时，公司加码股东回报并推出回购方案，分红率由52.1%提升至57.8%，回购注销方案预计将有效提升公司EPS，持续践行“回报股东、共享发展”的理念。

**毛利率持续改善，渠道改革成效有望释放。**25Q4，毛利率35.5%（同口径追溯调整后+5pct），期间费用率5.3%（-1.6pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别为2.5%/2.6%/2.5%/-2.4%，同比分别-0.4/+0.1/-1.1/-0.2pct，所得税大幅上升。此外，格力钛部分在建工程后续不再建设，计提相应减值准备。非经损益中，政府补助2.6亿元（24Q4为14.41亿元），占收入比例同比-2.6pct。综合影响下净利率为21.9%（-4.4pct），归母净利率为22.7%（-1.4pct），扣非净利率为21.3%（+0.3pct）。26Q1，毛利率27.4%（+0.1pct），期间费用率11.8%（+1.5pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别为6.0%/4.2%/3.4%/-1.9%，同比分别+0.6/+0.8/-0.7/+0.8pct，非经损益中，持有（或处置）交易性金融资产和负债产生的公允价值变动损益3.53亿元（去年同期为0.92亿元），占收入的比例同比+0.8pct。综合影响下净利率为14.2%（-0.1pct），归母净利率为14.2%（-0.1pct），扣非净利率为13.2%（-0.5pct）。渠道改革后的25Q4，公司盈利能力提升显著，毛利率显著提升的同时销售费率显著下降。26Q1在大宗涨价的背景下，毛利率仍然呈现同比改善态势。

**投资建议：**我们认为随着原材料同比涨价的影响减弱，以及白电行业相对稳固的竞争格局、公司渠道改革带来的效率提升，公司业绩有望逐季改善。预计26-28年公司归母净利润分别为305/320/336亿元，对应动态PE分别为7.4x/7.0x/6.7x，维持“买入”评级。

**风险提示：**地产恢复不及预期、关税政策、行业竞争、需求不及预期、原材料涨价、公司销售不及预期、渠道改革成效不及预期等风险。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	190,038.07	171,118.16	179,688.34	188,849.78	197,090.57
增长率(%)	(7.31)	(9.96)	5.01	5.10	4.36
EBITDA(百万元)	45,162.53	42,951.60	37,591.61	39,633.99	41,681.45
归属母公司净利润(百万元)	32,184.57	29,003.10	30,495.61	32,048.76	33,575.42
增长率(%)	10.91	(9.89)	5.15	5.09	4.76
EPS(元/股)	5.75	5.18	5.44	5.72	5.99
市盈率(P/E)	6.97	7.73	7.36	7.00	6.68
市净率(P/B)	1.63	1.54	1.40	1.27	1.16
市销率(P/S)	1.18	1.31	1.25	1.19	1.14
EV/EBITDA	2.22	1.15	0.55	(0.40)	(1.20)

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	40.05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)	5,522.01
A股总市值(百万元)	224,336.30
流通A股市值(百万元)	221,156.48
每股净资产(元)	27.14
资产负债率(%)	59.15
一年内最高/最低(元)	48.47/36.60

### 作者

周嘉乐	分析师
SAC执业证书编号：S1110525060005	
zhoujiale@tfzq.com	
金昊田	分析师
SAC执业证书编号：S1110525050003	
jinhaotian@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《格力电器-季报点评:2025Q3收入端阶段性承压，盈利能力保持韧性》2025-11-07
- 《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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	113,900.46	110,553.01	106,173.91	135,131.69	154,128.08
应收票据及应收账款	16,831.89	15,988.06	22,815.29	23,101.69	30,853.11
预付账款	1,530.31	1,211.21	2,001.76	1,792.94	2,661.44
存货	27,910.91	28,183.46	37,557.23	40,086.14	51,054.85
其他	64,629.34	95,007.80	91,897.57	100,162.13	111,405.36
<b>流动资产合计</b>	<b>224,802.91</b>	<b>250,943.55</b>	<b>260,445.77</b>	<b>300,274.59</b>	<b>350,102.83</b>
长期股权投资	4,355.71	4,235.02	4,235.02	4,235.02	4,235.02
固定资产	36,996.17	34,396.43	32,414.79	29,200.35	25,935.83
在建工程	3,076.38	1,337.98	1,018.99	1,248.99	1,367.09
无形资产	10,438.87	9,864.78	8,873.49	7,906.15	7,321.26
其他	88,361.66	90,594.24	100,193.81	112,385.81	126,133.74
<b>非流动资产合计</b>	<b>143,228.80</b>	<b>140,428.45</b>	<b>146,736.09</b>	<b>154,976.32</b>	<b>164,992.94</b>
<b>资产总计</b>	<b>368,031.70</b>	<b>391,372.00</b>	<b>407,181.86</b>	<b>455,250.91</b>	<b>515,095.77</b>
短期借款	39,009.53	67,956.63	32,158.20	36,482.50	38,715.20
应付票据及应付账款	61,570.32	57,648.29	82,071.86	82,945.30	110,758.64
其他	100,545.59	105,964.91	114,344.39	136,606.90	148,895.90
<b>流动负债合计</b>	<b>201,125.44</b>	<b>231,569.83</b>	<b>228,574.45</b>	<b>256,034.70</b>	<b>298,369.74</b>
长期借款	18,229.82	3,134.98	6,665.10	9,665.07	9,254.30
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7,162.75	6,875.91	7,741.72	8,716.56	9,814.15
<b>非流动负债合计</b>	<b>25,392.57</b>	<b>10,010.89</b>	<b>14,406.82</b>	<b>18,381.63</b>	<b>19,068.45</b>
<b>负债合计</b>	<b>226,518.01</b>	<b>241,580.72</b>	<b>242,981.27</b>	<b>274,416.33</b>	<b>317,438.19</b>
少数股东权益	4,096.80	3,861.98	3,887.48	3,903.51	3,893.79
股本	5,601.41	5,601.41	5,601.41	5,601.41	5,601.41
资本公积	472.18	1,680.63	1,833.86	1,833.86	1,833.86
留存收益	133,236.94	139,677.29	155,230.05	171,254.43	188,042.14
其他	(1,893.63)	(1,030.03)	(2,352.22)	(1,758.62)	(1,713.62)
<b>股东权益合计</b>	<b>141,513.69</b>	<b>149,791.28</b>	<b>164,200.59</b>	<b>180,834.58</b>	<b>197,657.58</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>368,031.70</b>	<b>391,372.00</b>	<b>407,181.86</b>	<b>455,250.91</b>	<b>515,095.77</b>

  

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	32,371.07	28,862.75	30,495.61	32,048.76	33,575.42
折旧摊销	5,256.91	5,054.58	4,974.23	5,074.79	5,147.18
财务费用	(3,108.26)	(3,996.53)	(3,881.78)	(3,920.60)	(3,959.81)
投资损失	(765.30)	(571.77)	(393.23)	(451.92)	(415.80)
营运资金变动	(4,346.83)	(1,258.70)	(803.76)	3,760.49	(303.22)
其它	(38.34)	18,292.77	159.29	31.90	71.70
<b>经营活动现金流</b>	<b>29,369.25</b>	<b>46,383.11</b>	<b>30,550.36</b>	<b>36,543.42</b>	<b>34,115.47</b>
资本支出	4,349.83	264.89	816.50	148.17	318.28
长期投资	(133.25)	(120.70)	0.00	0.00	0.00
其他	(19,774.49)	(48,743.69)	7,055.79	(5,469.68)	(6,667.93)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(15,557.91)</b>	<b>(48,599.50)</b>	<b>7,872.29</b>	<b>(5,321.51)</b>	<b>(6,349.65)</b>
债权融资	(9,967.80)	16,029.29	(26,665.44)	13,182.68	7,963.55
股权融资	(15,426.39)	(3,513.09)	(16,136.31)	(15,446.81)	(16,732.99)
其他	1,690.98	(3,910.61)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(23,703.21)</b>	<b>8,605.59</b>	<b>(42,801.75)</b>	<b>(2,264.13)</b>	<b>(8,769.44)</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>(9,891.87)</b>	<b>6,389.20</b>	<b>(4,379.09)</b>	<b>28,957.78</b>	<b>18,996.38</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>190,038.07</b>	<b>171,118.16</b>	<b>179,688.34</b>	<b>188,849.78</b>	<b>197,090.57</b>
营业成本	133,496.12	119,641.35	124,534.25	130,632.54	136,192.51
营业税金及附加	1,798.83	1,912.42	2,008.20	2,110.59	2,202.69
销售费用	9,753.02	8,410.74	9,420.03	9,891.03	10,187.76
管理费用	6,057.61	5,180.26	5,801.89	6,091.99	6,396.59
研发费用	6,904.08	6,463.10	6,463.10	6,915.52	7,053.83
财务费用	(3,300.42)	(4,086.09)	(3,881.78)	(3,920.60)	(3,959.81)
资产/信用减值损失	(1,209.25)	(845.42)	(932.26)	(995.64)	(924.44)
公允价值变动收益	(273.98)	164.26	109.29	(0.14)	91.13
投资净收益	560.28	402.25	393.23	451.92	415.80
其他	2,582.56	1,363.84	1,805.39	1,979.32	1,725.21
<b>营业利润</b>	<b>36,988.44</b>	<b>34,681.29</b>	<b>36,718.29</b>	<b>38,564.17</b>	<b>40,324.71</b>
营业外收入	72.19	79.30	93.29	81.59	84.73
营业外支出	164.63	115.94	152.67	144.41	137.67
<b>利润总额</b>	<b>36,896.00</b>	<b>34,644.66</b>	<b>36,658.91</b>	<b>38,501.35</b>	<b>40,271.76</b>
所得税	4,524.93	5,781.91	6,113.29	6,420.54	6,715.78
<b>净利润</b>	<b>32,371.07</b>	<b>28,862.75</b>	<b>30,545.61</b>	<b>32,080.81</b>	<b>33,555.99</b>
少数股东损益	186.50	(140.36)	50.00	32.05	(19.44)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>32,184.57</b>	<b>29,003.10</b>	<b>30,495.61</b>	<b>32,048.76</b>	<b>33,575.42</b>
每股收益(元)	5.75	5.18	5.44	5.72	5.99

  

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-7.31%	-9.96%	5.01%	5.10%	4.36%
营业利润	12.55%	-6.24%	5.87%	5.03%	4.57%
归属于母公司净利润	10.91%	-9.89%	5.15%	5.09%	4.76%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.75%	30.08%	30.69%	30.83%	30.90%
净利率	16.94%	16.95%	16.97%	16.97%	17.04%
ROE	23.42%	19.87%	19.02%	18.11%	17.33%
ROIC	-247.44%	-150.23%	-91.36%	-66.61%	-47.86%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.55%	61.73%	59.67%	60.28%	61.63%
净负债率	-29.03%	-17.22%	-31.65%	-39.63%	-43.84%
流动比率	1.12	1.08	1.14	1.17	1.17
速动比率	0.98	0.96	0.98	1.02	1.00
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	11.51	10.43	9.26	8.23	7.31
存货周转率	6.28	6.10	5.47	4.86	4.32
总资产周转率	0.52	0.45	0.45	0.44	0.41
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	5.75	5.18	5.44	5.72	5.99
每股经营现金流	5.24	8.28	5.45	6.52	6.09
每股净资产	24.53	26.05	28.62	31.59	34.59
<b>估值比率</b>					
市盈率	6.97	7.73	7.36	7.00	6.68
市净率	1.63	1.54	1.40	1.27	1.16
EV/EBITDA	2.22	1.15	0.55	-0.40	-1.20
EV/EBIT	2.51	1.30	0.63	-0.46	-1.37

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