

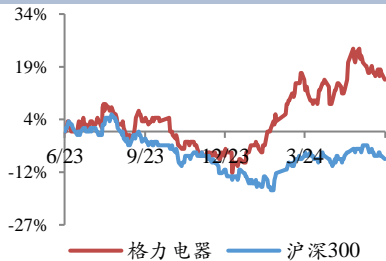
## 格力电器：渠道改革收效，以旧换新加码

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-06-12

收盘价（元） 40.57  
近12个月最高/最低（元） 43.83/30.78  
总股本（百万股） 5,631  
流通股本（百万股） 5,583  
流通股比例（%） 99.14  
总市值（亿元） 2,285  
流通市值（亿元） 2,265

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001  
邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001  
邮箱：chenshu@hazq.com

联系人：成浅之

执业证书号：S0010124040029  
邮箱：chengqianzhi@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 国内空调头部企业，业绩稳定增长

格力电器成立于1989年，主营业务为生产销售组装空调器、自营空调器及其相关配件进出口业务，现已成为中国家用空调制造商头部企业。2023年/24年Q1格力实现营收2050.18/365.96亿元，同比+7.8%/2.5%；实现归母净利润290.17/46.75亿元，同比+18.4%/13.8%。受益于渠道改革初显成效，公司毛利率提升，毛销差持续扩大；合同负债处于历史高位，尽显经营底气。

#### ● 核心看点：渠道改革收效，以旧换新加码，家空主业稳健向上

①公司早期推行多层分销的区域销售体系，注重线下渠道。2020年开启新一轮渠道改革，通过渠道扁平化，弱化销售公司职能，搭建新零售体系。随着渠道改革持续深入，公司经营越发高效，线上销额持续扩大，盈利能力不断提升。

②2024年3月国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，各地积极推出以旧换新补贴政策。复盘过去三轮家电补贴均对家电消费起到较好提振效果，同时行业股价表现优于大盘。4月28日格力发布公告，拟投入30亿元补贴以旧换新消费者，预计将进一步激发消费者换新需求，提升公司终端份额。

#### ● 投资建议

预计24-26年收入分别为2209/2338/2456亿元，对应增速分别为7.7%/5.8%/5.1%，归母净利润分别为311/335/362亿元，对应增速分别为7.1%/7.9%/8.1%，对应PE分别为7.4X/6.8X/6.3X。2023年公司分红方案为每10股派发现金股利23.80元(含税)，现金分红率为45.3%，股息估值优势突出。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

空调行业需求不及预期，渠道改革进展不及预期，以旧换新补贴力度不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动。

#### ● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	205018	220877	233766	245584
收入同比（%）	7.8%	7.7%	5.8%	5.1%
归属母公司净利润	29017	31075	33515	36229
净利润同比（%）	18.4%	7.1%	7.9%	8.1%
毛利率（%）	30.6%	29.7%	29.8%	30.0%
ROE（%）	24.8%	21.2%	18.6%	16.7%
每股收益（元）	5.22	5.52	5.95	6.43
P/E	6.16	7.35	6.82	6.31
P/B	1.55	1.56	1.27	1.05
EV/EBITDA	4.23	4.22	3.37	2.29

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至2024年6月11日

## 正文目录

1 国内空调头部企业，业绩稳健增长.....	4
2 渠道改革收效，以旧换新加码，家空主业稳健向上.....	5
3 投资建议.....	7
风险提示：.....	8
财务报表与盈利预测.....	9

## 图表目录

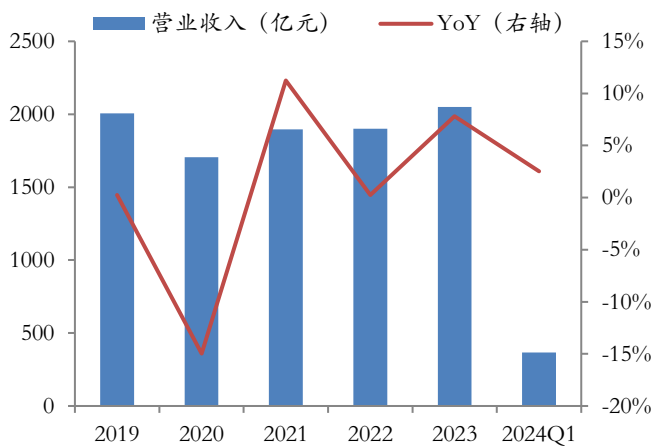
图表 1 公司营收及增速	4
图表 2 公司归母净利润及增速	4
图表 3 公司毛销差持续改善	4
图表 4 公司合同负债处于高位水平	4
图表 5 2016 年来空调线上销量占比逐步提升	5
图表 6 格力/美的空调业务收入	5
图表 7 格力渠道改革已见成效	6
图表 8 家电下乡期间农村每百户白电保有量快速提升	6
图表 9 2007-2013 年间空冰洗销量显著上升	6
图表 10 上一轮家电下乡和以旧换新政策补贴杠杆率测算	7
图表 11 补贴政策期间家电表现优于大盘	7
图表 12 主要空调品牌以旧换新政策	7

## 1 国内空调头部企业，业绩稳健增长

格力电器（全名珠海格力电器股份有限公司）成立于 1989 年，主营业务为生产销售组装空调器、自营空调器及其相关零配件的进出口业务，现已发展为中国家用空调制造商头部企业。

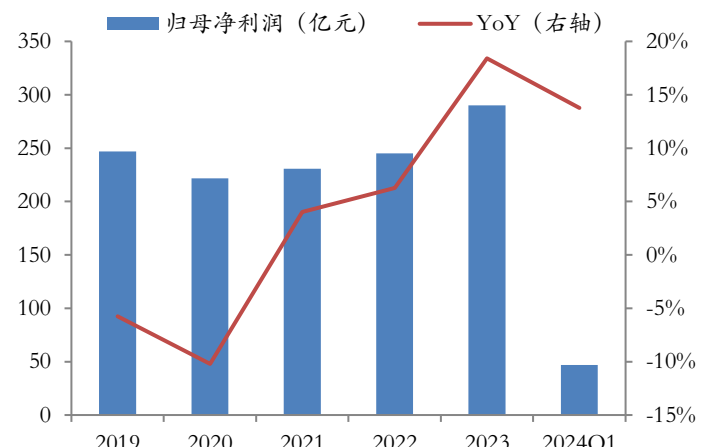
主营业务表现稳健，盈利能力持续提升。2023 年格力实现营收 2050.18 亿元，同比+7.8%（其中空调业务收入 1512.17 亿元，同比+12.13%，表现略超预期）；实现归母净利润 290.17 亿元，同比+18.41%。24 年公司业绩持续向上，Q1 公司实现营业收入 365.96 亿元，同比+2.53%；归母净利润 46.75 亿元，同比+13.77%。

图表 1 公司营收及增速



资料来源：公司年报，同花顺，华安证券研究所

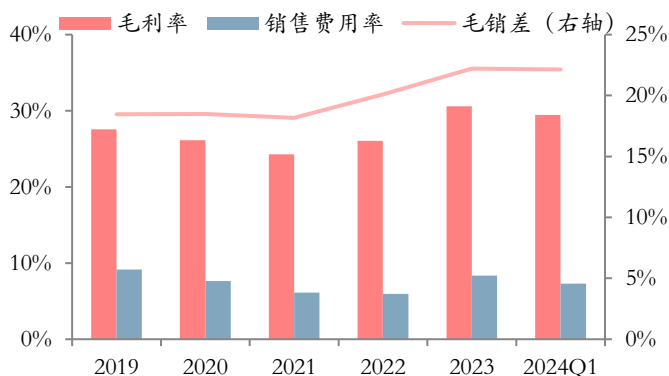
图表 2 公司归母净利润及增速



资料来源：公司年报，同花顺，华安证券研究所

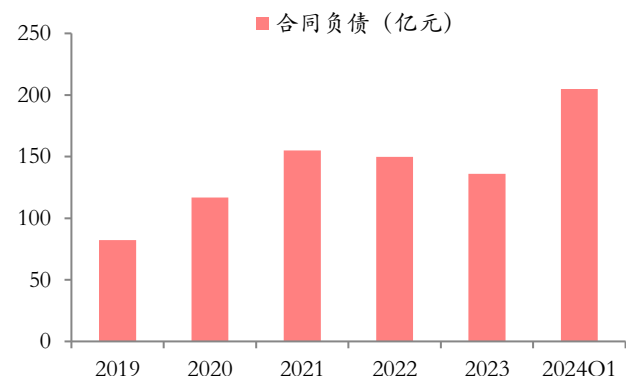
毛销差持续提升，合同负债表现亮眼。受益于渠道改革初显成效，公司销售费用率虽有所上扬（23 年/24 年 Q1 同比+2.27pct/+0.02pct 至 8.36%/7.32%），但毛销差持续改善（23 年/24 年 Q1 分别为 22.21%/22.13%，较 22 年改善约 2.0pct），预计仍有提升空间；此外，24 年 Q1 公司合同负债达 204.91 亿元，环比+69 亿元，处于历史高位水平，表明公司盈利蓄水池仍然充沛，经营底气十足。

图表 3 公司毛销差持续改善



资料来源：同花顺，华安证券研究所

图表 4 公司合同负债处于高位水平

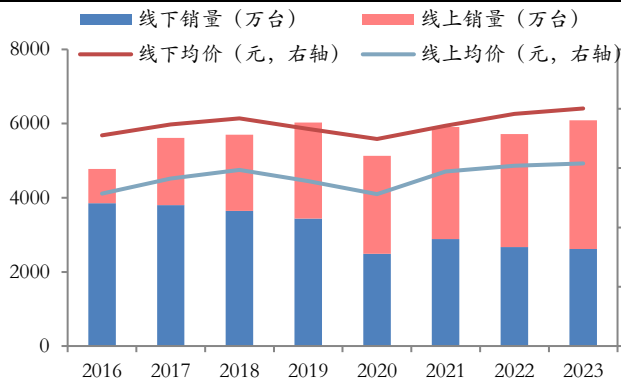


资料来源：同花顺，华安证券研究所

## 2 渠道改革收效，以旧换新加码，家空主业稳健向上

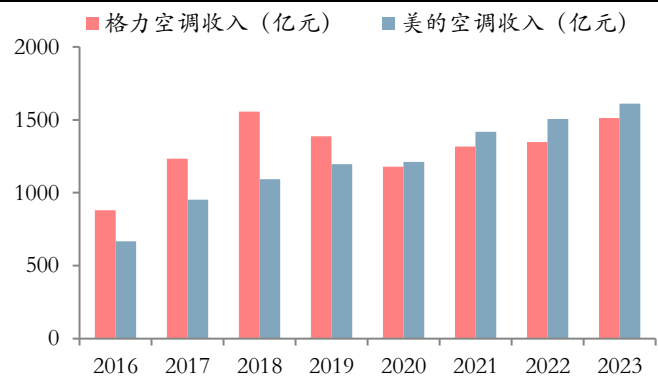
公司早期注重线下经销商压货模式，2020年起推行渠道改革。公司早期推行区域多层分销制度的盛世兴欣体系，通过返利、经销商持股等政策绑定厂商利益，利用压货保证业绩稳定性，从而实现线下份额快速增长。但随着空调行业供需端出现变化，格力以往具备规模和资金优势的压库存模式被高周转、高效的线上销售模式逐渐取代。根据奥维云网数据，2016-2022年空调线上销量占比由19.3%上升至56.9%。这一时期美的实施“T+3”渠道改革并开启新一轮价格战，叠加疫情影响，格力渠道短板显露。2020年美的/格力线上份额分别为34.3%/29.6%，美的空调业务收入超越格力。因而公司自2020年起推行渠道改革：①精简线下渠道，大幅缩减二级代理商，推动渠道扁平化发展；②弱化销售公司的职能，如仓储物流交由总部接管，销售公司定位向服务商转变；③加强电商渠道，搭建新零售模式。2019年公司推行“线上下单，线下体验的”新零售模式，建立“格力董明珠店”直销平台，也开启与天猫、京东合作，推动新零售模式。

图表 5 2016 年来空调线上销量占比逐步提升



资料来源：奥维云网，华安证券研究所

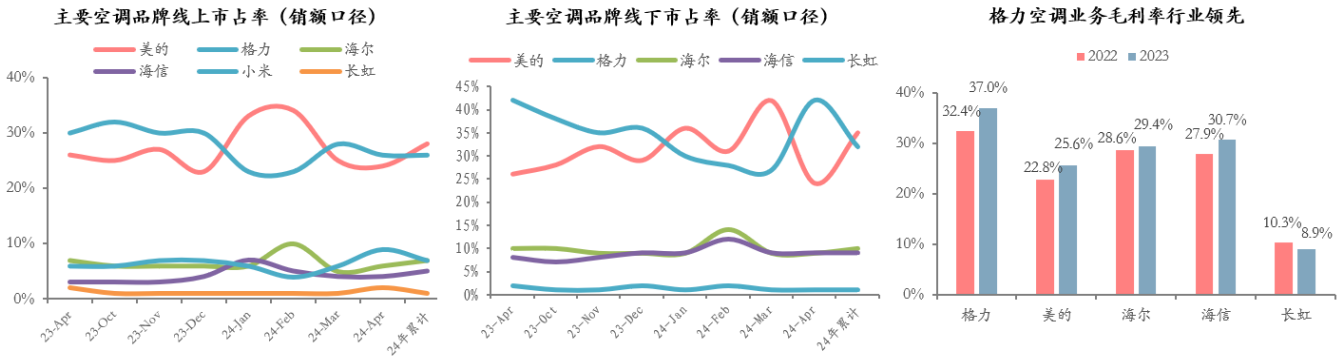
图表 6 格力/美的空调业务收入



资料来源：16-23 年各公司年报，同花顺，华安证券研究所

多措并举下，格力渠道改革已见成效，空调业务持续向上。随着格力渠道改革逐步完善，空调主业呈现稳定上升趋势。2023 年格力空调收入 1512.17 亿元，同比+12.13%，增速高于美的 (+6.95%)。奥维云网数据显示，23 年 Q4 格力线上/线下销额均位于行业第一。2024 年 Q1 美的以旧换新补贴政策使得销量提升，但随着格力补贴政策落地，4 月单月格力线上线下销额反超美的，预计后续份额有望持续提升。毛利率方面，受益于品牌力优秀，格力空调售价高于同业；且渠道扁平化带来渠道加价率降低，虽然终端售价并未明显变化，但格力毛利率持续提升，在同业处领先水平。

图表 7 格力渠道改革已见成效

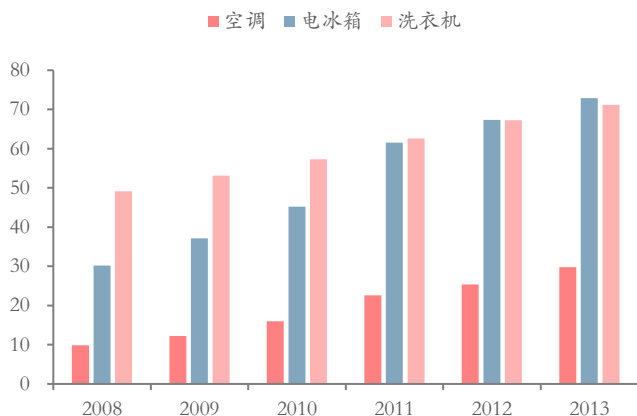


资料来源: 奥维云网, 22-23 年各公司年报, 同花顺, 华安证券研究所

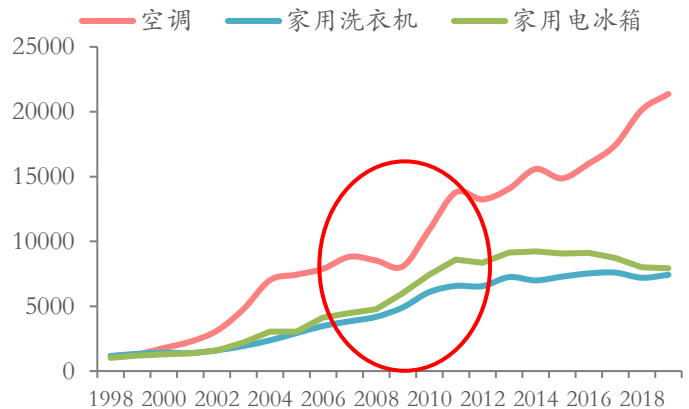
**换新补贴政策陆续出台, 推动家电进入新一轮更新潮。**2024 年 3 月, 国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》, 就开展家电产品以旧换新作出部署。各地积极推出补贴与换新政策, 北京、上海、湖北等地在企业回收旧机费用基础上, 对以旧换新消费者按成交价格的 10% 进行补贴, 综合来看本次补贴力度与上一轮以旧换新 (2009-2011 年) 类似, 预计随着补贴的持续推进和房地产政策松绑, 家电需求将进一步提振。

**复盘过去三轮家电补贴, 家电补贴均能对市场需求起到较好提振作用, 股价表现持续优于大盘。**复盘过去三轮家电补贴政策: ①2007-2013 年, 国家出台家电下乡相关政策, 对农村消费者按产品消费价格的 13% 给予补贴, 拉动家电消费约 7204 亿元, 测算杠杆率 (拉动消费/财政补贴) 为 8.8, 农村居民家电渗透率快速提升, 2013 年农村每百户空调/电冰箱/洗衣机保有量分别达到 29.8/72.9/71.2 台; ②2009-2011 年, 出台家电以旧换新政策, 按照家电销售价格的 10% 给予补贴, 财政补贴总额约 300 亿元, 拉动家电消费 3420 亿元, 杠杆率为 11.4; ③2009-2011 年 & 2012-2013 年国家分别出台两轮节能惠民政策, 对家电生产企业直接补贴, 扣减出厂价格以惠及消费者, 测算两轮节能惠民共拉动家电消费超千亿元。过去三轮补贴政策均对家电消费起到较好提振作用, 以白电销量为例, 2008-2013 年空调/电冰箱/洗衣机销量 CAGR 分别为 10.5%/13.9%/11.6%, 分别高于 2005-2008 年增速 7.1pct/2.1pct/2.3pct。从股价表现来看, 在补贴政策期间家电行业仅在 2011 年表现弱于沪深 300 指数, 其余年份均跑赢大盘, 累计超额收益率达 87.6%。

图表 8 家电下乡期间农村每百户空冰洗保有量 (台)



图表 9 我国空冰洗累计销量 (万台)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图10 上一轮家电下乡和以旧换新政策补贴杠杆率测算

年份		2009	2010	2011	2012	累计
家电下乡	销额 (亿元)	647	1732.3	2641	2145.2	7204
	补贴金额 (亿元)	75.4	合计 516.8 亿元		230.4	822.6
	杠杆率	8.6	8.5		9.3	8.8
年份		2009	2010	2011		累计
家电以旧换新	销额 (亿元)	140.9	1211.1	2068		3420
	补贴金额 (亿元)	14+	合计约 286 亿元			300
	杠杆率	10	11.5			11.4

资料来源：商务部，中国政府网，中国新闻网，华安证券研究所

注：部分数据为测算值

图11 补贴政策期间家电表现优于大盘

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013
家电	-57.5%	153.8%	0.0%	-19.8%	15.8%	39.3%
沪深 300	-66.2%	96.7%	-12.5%	-19.4%	7.6%	-7.6%
相对涨跌幅	8.7%	57.1%	12.5%	-0.4%	8.3%	47.0%

资料来源：同花顺，华安证券研究所

格力投入 30 亿元加码换新活动，有望推动终端市占率进一步提升。4 月 28 日格力电器发布公告，公司拟投入 30 亿元资金，启动对家电产品的以旧换新活动，消费者可通过格力董明珠店或线下门店参与空调旧机拆运免费、不限品牌。根据格力董明珠店小程序显示，旧挂机/柜机换新可享 220-400 元/400-1000 元补贴。较同业来看，格力补贴力度略低于美的，但高于海尔、小米等品牌。格力以旧换新补贴政策预计将进一步激发消费者换新需求，强化消费者粘性，有效对冲费用上升，提升公司终端份额。

图12 主要空调品牌以旧换新政策

机型	匹数	格力	美的	小米	海尔
挂机	1 匹	格力/非格力品牌 240 元/220 元	约 270 元		
	1.5 匹	格力/非格力品牌 270 元/240 元	约 270 元	200 元	330 元
	2 匹及以上	格力/非格力品牌 400 元/300 元	约 450 元		
柜机	2 匹	格力/非格力品牌 500 元/400 元	约 500 元		
	3 匹	格力/非格力品牌 600 元/500 元	约 700 元	400 元	600 元
	5 匹及以上	格力/非格力品牌 1000 元/800 元	约 1000 元		

资料来源：格力董明珠店小程序，美的到家小程序，小米商城，海尔智家，华安证券研究所

### 3 投资建议

预计 24-26 年收入分别为 2209/2338/2456 亿元，对应增速分别为 7.7%/5.8%/5.1%，归母净利润分别为 311/335 /362 亿元，对应增速分别为 7.1%/7.9%/8.1%，对应 PE 分别为 7.4 X /6.8X /6.3X。2023 年公司分红方案为每 10 股派发现金股利 23.80 元(含税),现金分红率为 45.3%，股息估值优势突出。首

次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示：

空调行业需求不及预期，渠道改革进展不及预期，以旧换新补贴力度不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动。



**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	228141	280556	297446	351250	<b>营业收入</b>	205018	220877	233766	245584
现金	124105	145563	172043	211864	营业成本	141752	155290	164169	171912
应收账款	16099	16235	18598	17888	营业税金及附加	2114	1988	2192	2312
其他应收款	827	529	1046	611	销售费用	17130	15903	16831	17682
预付账款	2493	3070	3045	3232	管理费用	6542	6626	7013	7368
存货	32579	49166	37307	52476	财务费用	-3527	15	-512	-1168
其他流动资产	52038	65994	65407	65180	资产减值损失	-2494	-75	-89	-94
<b>非流动资产</b>	139913	144861	147969	150617	公允价值变动收益	438	0	0	0
长期投资	4489	4289	4089	3889	投资净收益	217	252	234	259
固定资产	34035	39770	43285	45969	<b>营业利润</b>	32865	35084	37755	40870
无形资产	10828	11672	12114	12483	营业外收入	128	0	0	0
其他非流动资产	90561	89129	88482	88276	营业外支出	177	0	0	0
<b>资产总计</b>	368054	425417	445415	501868	<b>利润总额</b>	32816	35084	37755	40870
<b>流动负债</b>	200983	229668	217722	239605	所得税	5097	5398	5832	6310
短期借款	26443	26643	26793	26893	<b>净利润</b>	27719	29686	31924	34560
应付账款	41147	37154	46283	41268	少数股东损益	-1298	-1388	-1591	-1670
其他流动负债	133392	165871	144646	171443	<b>归属母公司净利润</b>	29017	31075	33515	36229
<b>非流动负债</b>	46424	46404	46424	46434	EBITDA	34000	40236	42672	45456
长期借款	39036	39016	39036	39046	EPS (元)	5.22	5.52	5.95	6.43
其他非流动负债	7389	7389	7389	7389					
<b>负债合计</b>	247408	276072	264147	286039					
少数股东权益	3852	2464	873	-796					
股本	5631	5631	5631	5631					
资本公积	1353	365	365	365					
留存收益	109810	140884	174399	210628					
归属母公司股东权益	116794	146881	180395	216625					
<b>负债和股东权益</b>	368054	425417	445415	501868					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	56398	35467	37975	51246	<b>成长能力</b>				
净利润	27719	29686	31924	34560	营业收入	7.8%	7.7%	5.8%	5.1%
折旧摊销	5283	5521	5829	6206	营业利润	20.5%	6.8%	7.6%	8.2%
财务费用	-3910	3118	3127	3134	归属于母公司净利	18.4%	7.1%	7.9%	8.1%
投资损失	-217	-252	-234	-259	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	29670	-2473	-2505	7799	毛利率 (%)	30.6%	29.7%	29.8%	30.0%
其他经营现金流	-4098	32027	34262	26567	净利率 (%)	14.2%	14.1%	14.3%	14.8%
<b>投资活动现金流</b>	-41017	-10084	-8538	-8401	ROE (%)	24.8%	21.2%	18.6%	16.7%
资本支出	-3494	-10002	-8418	-8314	ROIC (%)	11.7%	12.4%	11.6%	10.9%
长期投资	-62619	-334	-354	-346	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	25096	252	234	259	资产负债率 (%)	67.2%	64.9%	59.3%	57.0%
<b>筹资活动现金流</b>	-16358	-3925	-2957	-3024	净负债比率 (%)	205.1%	184.9%	145.7%	132.5%
短期借款	-26452	200	150	100	流动比率	1.14	1.22	1.37	1.47
长期借款	8252	-20	20	10	速动比率	0.80	0.85	1.03	1.10
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	856	-987	0	0	总资产周转率	0.56	0.56	0.54	0.52
其他筹资现金流	987	-3118	-3127	-3134	应收账款周转率	13.19	13.66	13.42	13.46
<b>现金净增加额</b>	-840	21458	26480	39821	应付账款周转率	3.83	3.97	3.94	3.93

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 6 月 11 日

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**分析师：**陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员

**联系人：**成浅之，美国哥伦比亚大学公共管理硕士，上海财经大学金融学本科，曾任职于德邦证券。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 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%；
- 卖出一未来 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。