

2024年08月04日
格力电器 (000651.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

白色家电 III

第三期员工持股计划出台，健全长效激励机制

事件：格力电器公布第三期员工持股计划，股票规模不超过7946.2万股，占总股本的1.4%，拟参与的员工总人数不超过1.2万人，购买价格为20.31元/股，资金规模不超过16.14亿元。我们认为，公司持股计划覆盖范围较广，将有效绑定核心员工与上市公司利益，激发员工积极性和创造性，健全长效激励机制。

持股计划覆盖范围较广：格力第三期员工持股计划拟参与总人数不超过1.2万人，覆盖公司16.5%的员工（按2023年报公布员工数量计算）。公司董监高拟认购比例上限30%；公司管理干部、技术专家、业务骨干等其他人员拟认购比例上限合计70%。公司已推出两期员工持股计划，通过推出第三期员工持股计划有望将更大范围的员工的利益与公司业绩绑定，实现公司的可持续、高质量发展。

明确 ROE 考核要求：本次员工持股计划的公司层面业绩考核指标为，2024年、2025年两个考核期的净资产收益率不低于20.0%，若第一个考核期公司业绩考核未达标，第一期未能归属的股票全部递延至第二个考核期合并考核，若第二个考核期公司完成业绩考核指标，且两年净资产收益率算数平均值不低于20.0%，仍可对两期股票权益进行归属分配；另外，本次员工持续计划也设定了个人层面的业绩考核指标。我们认为，本次员工持股计划明确 ROE 考核指标，有望建立管理层、核心员工和上市公司的利益共享、风险共担机制，使员工长期关注公司发展以实现更好的激励效果。

投资建议：格力员工持股计划有望建立长期激励机制，带来治理结构和经营效率的改善。格力持续建设新零售体系，构建稳固的线上、线下业务布局，经营效率和终端零售能力有望持续提升，治理和经营策略不断优化改善。考虑本次员工持股计划费用摊销后，我们预计公司2024年~2026年的EPS分别为5.48/5.97/6.53元，维持买入-A的投资评级，给予公司2024年的PE估值10x，相当于6个月目标价54.82元。

风险提示：原材料大幅涨价，房地产景气大幅下行，外贸环境恶化的风险。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	1,901.5	2,050.2	2,165.1	2,333.7	2,527.1
净利润	245.1	290.2	308.7	335.9	368.0
每股收益(元)	4.35	5.15	5.48	5.97	6.53
每股净资产(元)	17.18	20.74	24.43	27.65	31.18

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
-------	-------	-------	-------	-------	-------

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

54.82元

股价 (2024-08-02)

40.65元

交易数据

总市值(百万元)	228,916.64
流通市值(百万元)	226,955.03
总股本(百万股)	5,631.41
流通股本(百万股)	5,583.15
12个月价格区间	30.8/43.58元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.8	2.6	20.9
绝对收益	6.2	-3.5	6.2

李奕臻

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520020001

liyiz4@essence.com.cn

余昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521070002

yukun@essence.com.cn

相关报告

盈利能力提升，股息率较高	2024-05-01
开展以旧换新，刺激需求释放	2024-04-29

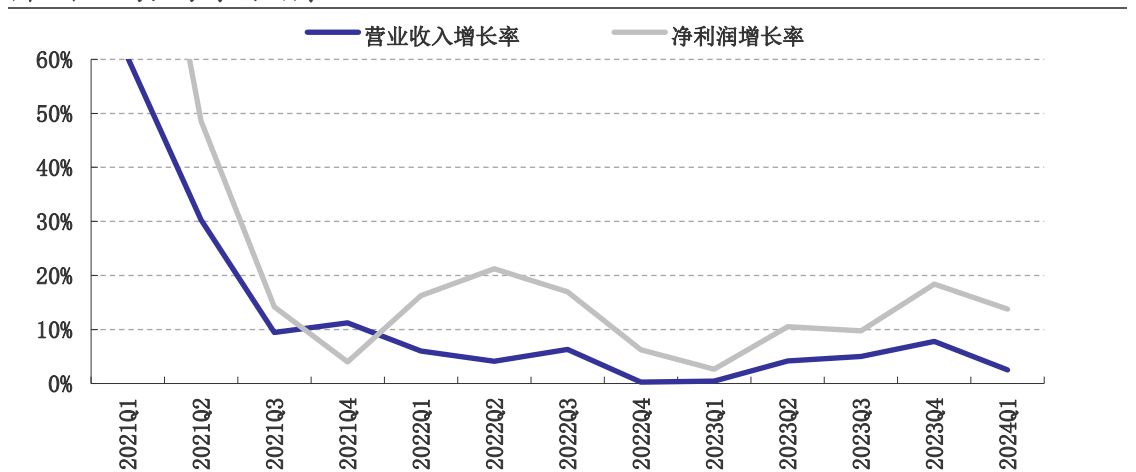
市盈率(倍)	8.9	7.5	7.0	6.5	5.9
市净率(倍)	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2
净利润率	12.9%	14.2%	14.3%	14.4%	14.6%
净资产收益率	25.3%	24.8%	22.4%	21.6%	21.0%
股息收益率	5.2%	0.0%	6.5%	7.1%	7.8%
ROIC	21.3%	18.0%	24.9%	20.3%	20.2%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

表1: 财务指标分析

%	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入 YoY	-16.4	16.4	6.0	3.0	10.5	-16.6	0.4	6.3	6.6	17.7	2.5
归母净利润 YoY	-15.7	-12.5	16.3	24.1	10.5	-16.4	2.6	14.8	8.5	43.9	13.8
扣非归母净利润 YoY	-9.3	-8.0	14.4	42.6	16.6	-23.5	-1.4	6.5	2.7	54.1	21.5
销售毛利率	24.9	24.7	23.7	25.0	27.4	27.8	27.4	29.5	30.1	34.8	29.5
销售费用率	5.9	3.6	5.5	4.9	6.5	7.0	7.3	9.1	8.7	7.8	7.3
毛利率-销售费用率	19.0	21.1	18.2	20.1	20.9	20.8	20.1	20.4	21.4	26.9	22.1
销售净利率	13.2	14.4	10.2	12.1	12.7	13.4	11.0	13.2	12.9	16.7	12.8
ROE	6.5	7.6	4.0	7.7	7.2	6.4	4.1	8.3	6.8	7.8	3.9
扣非后 ROE	6.3	7.2	3.8	8.1	7.3	5.6	3.7	8.1	6.6	7.3	3.8
ROA	2.1	2.4	1.1	2.1	1.9	1.6	1.1	2.2	1.8	2.2	1.2
销售商品提供劳务收到的现金/收入	119.2	76.6	99.1	94.6	100.3	114.8	157.8	112.8	79.1	102.9	92.0
经营活动现金净流量/收入	26.6	-9.2	9.6	16.3	17.8	15.0	42.5	24.8	15.7	34.3	-8.1
经营活动现金净流量/经营净收益	173.4	-58.0	86.1	109.9	117.8	104.5	368.8	162.6	108.1	185.8	-59.9
经营现金流净额占比	-264.0	-86.6	36.2	-556.7	102.1	-40.8	136.9	-208.3	-143.5	994.0	-50.3
投资现金流净额占比	-351.2	139.5	-35.1	581.2	-25.4	139.7	-61.7	226.7	-61.3	-1,229.1	-26.9
筹资现金流净额占比	715.2	47.1	99.0	75.5	23.3	1.1	24.8	81.6	304.9	335.1	177.2

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图1. 收入与归母净利润同比


资料来源: wind, 国投证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,901.5	2,050.2	2,165.1	2,333.7	2,527.1	成长性					
减:营业成本	1,397.8	1,416.3	1,491.3	1,601.9	1,732.4	营业收入增长率	0.3%	7.8%	5.6%	7.8%	8.3%
营业税费	16.1	21.1	21.7	23.3	25.3	营业利润增长率	2.3%	20.5%	11.0%	9.7%	9.9%
销售费用	112.9	171.3	182.5	200.7	217.3	净利润增长率	6.3%	18.4%	6.4%	8.8%	9.6%
管理费用	52.7	65.4	67.6	74.7	80.9	EBITDA 增长率	8.5%	24.3%	8.2%	5.3%	9.5%
研发费用	62.8	67.6	71.3	78.2	84.9	EBIT 增长率	4.6%	27.7%	7.0%	3.5%	8.5%
财务费用	-22.1	-35.3	-35.7	-43.5	-48.8	NOPLAT 增长率	1.9%	16.9%	12.4%	8.2%	9.6%
资产减值损失	-9.7	-24.9	-17.4	-10.0	-9.0	投资资本增长率	38.2%	-18.7%	32.5%	10.3%	9.8%
加:公允价值变动收益	-3.4	4.4	2.0	1.0	2.5	净资产增长率	-5.6%	18.4%	17.2%	12.9%	12.6%
投资和汇兑收益	0.9	2.2	13.7	10.7	11.0						
营业利润	272.8	328.6	364.8	400.1	439.5	利润率					
加:营业外净收支	-0.7	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	毛利率	26.5%	30.9%	31.1%	31.4%	31.4%
利润总额	272.2	328.2	364.3	399.5	439.0	营业利润率	14.3%	16.0%	16.8%	17.1%	17.4%
减:所得税	42.1	51.0	55.9	61.9	68.0	净利润率	12.9%	14.2%	14.3%	14.4%	14.6%
净利润	245.1	290.2	308.7	335.9	368.0	EBITDA/营业收入	16.6%	19.2%	19.6%	19.2%	19.4%
						EBIT/营业收入	14.0%	16.6%	16.8%	16.1%	16.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	62	59	56	53	48
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-135	-118	-118	-108	-98
货币资金	1,574.8	1,241.0	1,765.6	1,716.9	2,062.3	流动资产周转天数	455	424	442	477	466
交易性金融资产	38.7	96.1	96.1	96.1	96.1	应收帐款周转天数	28	29	30	31	31
应收帐款	156.3	169.1	191.8	210.1	218.1	存货周转天数	77	62	76	77	77
应收票据	0.1	430.4	62.8	475.3	114.4	总资产周转天数	639	635	650	653	637
预付帐款	23.4	24.9	49.6	27.8	55.9	投资资本周转天数	225	219	216	240	244
存货	383.1	325.8	585.5	411.2	676.4						
其他流动资产	375.0	-5.9	280.9	216.6	163.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	25.3%	24.8%	22.4%	21.6%	21.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.5%	7.5%	7.4%	7.8%	8.0%
长期股权投资	58.9	44.9	84.9	104.9	124.9	ROIC	21.3%	18.0%	24.9%	20.3%	20.2%
投资性房地产	6.3	6.3	5.7	5.7	5.7	费用率					
固定资产	338.2	338.2	339.5	341.4	337.1	销售费用率	5.9%	8.4%	8.4%	8.6%	8.6%
在建工程	59.7	65.6	68.1	70.3	67.4	管理费用率	2.8%	3.2%	3.1%	3.2%	3.2%
无形资产	116.2	108.3	113.3	113.1	112.6	研发费用率	3.3%	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%
其他非流动资产	412.3	830.4	480.1	526.8	565.7	财务费用率	-1.2%	-1.7%	-1.6%	-1.9%	-1.9%
资产总额	3,550.2	3,680.5	4,141.9	4,326.4	4,611.7	四费/营业收入	10.8%	13.1%	13.2%	13.3%	13.2%
短期债务	529.0	264.4	350.0	350.0	360.0	偿债能力					
应付帐款	381.5	466.6	353.6	607.5	432.0	资产负债率	71.3%	67.2%	65.9%	63.1%	61.0%
应付票据	386.1	237.4	591.1	387.8	536.1	负债权益比	248.5%	205.1%	192.9%	170.9%	156.4%
其他流动负债	867.2	1,041.4	969.8	908.2	997.2	流动比率	1.18	1.14	1.34	1.40	1.46
长期借款	307.8	390.4	400.0	410.0	420.0	速动比率	1.00	0.97	1.08	1.22	1.17
其他非流动负债	59.9	73.9	63.3	65.7	67.6	利息保障倍数	-12.07	-9.64	-10.19	-8.67	-8.38
负债总额	2,531.5	2,474.1	2,727.8	2,729.2	2,812.8	分红指标					
少数股东权益	51.2	38.5	38.1	39.8	42.8	DPS(元)	1.99	-	2.52	2.74	3.01
股本	56.3	56.3	56.3	56.3	56.3	分红比率	45.8%	0.0%	46.0%	46.0%	46.0%
留存收益	942.0	1,153.0	1,319.7	1,501.0	1,699.8	股息收益率	5.2%	0.0%	6.5%	7.1%	7.8%
股东权益	1,018.8	1,206.5	1,414.1	1,597.2	1,798.9						
						现金流量表					
						(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	230.1	277.2	308.7	335.9	368.0
						加:折旧和摊销	49.7	52.8	61.3	71.1	81.6
						资产减值准备	-	-	-	-	-
						公允价值变动损失	3.4	-4.4	2.0	1.0	2.5
						财务费用	-30.2	-39.1	-35.7	-43.5	-48.8
						投资收益	-0.9	-2.2	-13.7	-10.7	-11.0
						少数股东损益	-15.0	-13.0	-0.4	1.7	3.0
						营运资金的变动	-85.6	302.3	461.5	-270.1	129.1
						经营活动产生现金流量	286.7	564.0	783.7	85.5	524.3
						投资活动产生现金流量	-370.6	-410.2	-102.1	-39.3	-68.0
						融资活动产生现金流量	99.2	-163.6	-157.1	-94.8	-110.9
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	4.35	5.15	5.48	5.97	6.53
						BVPS(元)	17.18	20.74	24.43	27.65	31.18
						PE(X)	8.9	7.5	7.0	6.5	5.9
						PB(X)	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2
						P/FCF	3.0	9.2	6.1	15.0	3.8
						P/S	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
						EV/EBITDA	7.1	4.5	5.4	5.0	4.5
						CAGR(%)	13.6%	10.2%	10.5%	13.6%	10.2%
						PEG	0.7	0.7	0.7	0.5	0.6
						ROIC/WACC	4.2	3.6	4.9	4.0	4.0
						REP	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034