

# 格力电器 (000651)

证券研究报告  
2024年08月05日

## 员工激励常态化，出海+多元化推动公司未来发展

**事件：**公司发布第三期员工持股计划及变更部分回购股份用途并注销暨减少公司注册资本的公告，本员工持股计划的资金规模不超过 16.14 亿元，持股计划股票来源为公司回购专用账户中第四期回购计划已回购的部分股份，股票规模为不超过 79,462,095 股，约占公司当前总股本的 1.41%。本员工持股计划购买公司回购股份的价格为 20.31 元/股。本员工持股计划的存续期为 3 年，锁定期为 12 个月。本员工持股计划的持有人范围包括公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员，以及公司及控股子公司对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的中层干部和核心员工。拟参与本员工持股计划的员工总人数不超过 12,000 人，参与对象的最终人数、名单将根据员工实际缴款情况确定。公司设定的业绩考核期：2024-2025 年净资产收益率均不低于 20.00%。

公司变更存放于回购专用证券账户中部分回购股份合计 3000 万股的用途，由原方案“用于实施公司股权激励或员工持股计划”变更为“用于注销并相应减少注册资本”，并注销 3000 万股及减少相应注册资本，注销部分占总股本的 0.5%。本次注销完成后，公司总股本将从 56.31 亿股减少至 56.01 亿股，注册资本将从 56.31 亿元减少至 56.01 亿元。

**持股计划常态化，公司股息率水平较高。**与此前的员工持股计划相比，本次派发人员规模与第二次基本相同，激励范围较大；业绩考核目标仅考核净资产收益率，未对净利润及分红进行约束，解锁条件更加宽容，以激励员工为主要目的。公司历史上分红率处于高位，且多次回购注销股份增厚股东收益。公司对应的股息率处于较高的水平。

**渠道改革后空调内销逐步修复，大力拓展海外市场。**公司经过渠道改革后 23 年核心空调业务收入规模和利润率逐步修复，同时积极拓展海外自有品牌，海外收入规模和利润率显著提升。随着近年来收入业绩的修复，公司经营性净现金流情况显著提升，23 年现金流水平远超净利润规模。

**利润“蓄水池”充沛，叠加家电以旧换新政策有望托底业绩增长。**当前白电龙头均已形成了较为充沛的收入、利润“蓄水池”，我们认为未来有望在行情小年平滑业绩波动，提升整体经营稳定性。其中格力和美的的利润“蓄水池”更深，稳定经营水平的能力更强。叠加以旧换新政策利好白电，中央支持力度较大加强了格力内销增长的稳定性。

**空调出海+拓展冰洗品类多元化布局将成为公司未来发展方向。**过去十余年间，新兴市场正逐渐成长为全球家电市场的增长引擎。新兴市场白电保有量尚低，人口数量较多，未来市场空间和潜力较大。考虑到当地行业集中度相对较低，格力有望进一步扩张市场份额。格力电器的多元化转型战略中，冰洗业务成为重要的发展方向。冰洗产品实现技术创新+多 sku 的布局，为消费者提供更好的产品体验。

**投资建议：**公司是空调领域龙头企业，新一期员工持股计划将员工激励常态化，同时注销部分股票进一步增厚股东收益。预计 24-26 年公司归母净利润分别为 313/332/352 亿元，对应 PE 为 7.3x/6.9x/6.5x，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济增速放缓；房地产恢复不及预期；原材料价格波动风险；公司运营风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	190,150.67	205,018.12	216,019.28	227,800.14	240,244.09
增长率(%)	0.26	7.82	5.37	5.45	5.46
EBITDA(百万元)	37,880.52	46,038.24	40,790.08	42,644.08	45,266.64
归属母公司净利润(百万元)	24,506.62	29,017.39	31,343.50	33,209.49	35,151.64
增长率(%)	6.26	18.41	8.02	5.95	5.85
EPS(元/股)	4.35	5.15	5.57	5.90	6.24
市盈率(P/E)	9.34	7.89	7.30	6.89	6.51
市净率(P/B)	2.37	1.96	1.71	1.62	1.55
市销率(P/S)	1.20	1.12	1.06	1.00	0.95
EV/EBITDA	1.73	1.14	2.47	2.65	2.70

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	40.65 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	5,631.41
流通 A 股股本(百万股)	5,545.45
A 股总市值(百万元)	228,916.64
流通 A 股市值(百万元)	225,422.39
每股净资产(元)	21.58
资产负债率(%)	67.08
一年内最高/最低(元)	43.83/30.78

### 作者

孙谦 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521050004  
sunjiana@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:扣非净利润亮眼，蓄水池再度增厚，每股分红提升》 2024-05-01
- 《格力电器-公司点评:落实“质量回报双提升”方案，家电龙头长期价值凸显》 2024-02-19
- 《格力电器-公司点评:经营稳中向上，业绩有望再创新高》 2023-12-22

**事件：**公司发布第三期员工持股计划及变更部分回购股份用途并注销暨减少公司注册资本的公告，本员工持股计划的资金规模不超过 16.14 亿元，持股计划股票来源为公司回购专用账户中第四期回购计划已回购的部分股份，股票规模为不超过 79,462,095 股，约占公司当前总股本的 1.41%。本员工持股计划购买公司回购股份的价格为 20.31 元/股。本员工持股计划的存续期为 3 年，锁定期为 12 个月。本员工持股计划的持有人范围包括公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员，以及公司及控股子公司对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的中层干部和核心员工。拟参与本员工持股计划的员工总人数不超过 12,000 人，参与对象的最终人数、名单将根据员工实际缴款情况确定。公司设定的业绩考核期：2024-2025 年净资产收益率均不低于 20.00%。

公司变更存放于回购专用证券账户中部分回购股份合计 3000 万股的用途，由原方案“用于实施公司股权激励或员工持股计划”变更为“用于注销并相应减少注册资本”，并注销 3000 万股及减少相应注册资本，注销部分占总股本的 0.5%。本次注销完成后，公司总股本将从 56.31 亿股减少至 56.01 亿股，注册资本将从 56.31 亿元减少至 56.01 亿元。

## 1. 持股计划常态化，公司股息率水平较高

员工持股计划常态化，分红水平较为丰厚。公司历史上已做过两次员工持股计划，与此前的员工持股计划相比，本次派发人员规模与第二次基本相同，激励范围较大；业绩考核目标仅考核净资产收益率，未对净利润及分红进行约束，解锁条件更加宽容，以激励员工为主要目的。

表 1：三次员工持股计划规模、人员、解锁条件梳理

	持股计划规模 (万股/亿元)	回购股份价格 (元/股)	持股计划持有人	业绩考核指标	
				第一个归属期	二个归属期
第一期员工持股计划	4633万股 11.4亿元	24.68	董监高（9人）、中层干部、核心员工共计 4836人	2021年：净利润较2020年增长不低于10亿元，当年每股现金分红不低于2元或现金分红总额不低于当年净利润的50%	2022年：净利润较2020年增长不低于20亿元，且22年公司净资产收益率不低于22%，且当年每股现金分红不低于2元或现金分红总额不低于当年净利润的50%
第二期员工持股计划	7716万股 11.1亿元	14.36	董监高（8人）、管理干部、技术专家、业务骨干等，总计不超过 12000人	2022年：净利润较2020年增长不低于20亿元人民币，且22年公司净资产收益率不低于22%、当年每股现金分红不低于2元或现金分红总额不低于当年净利润的50%	2023年：净利润较2020年增长不低于30亿元人民币，且2023年公司净资产收益率不低于21%、当年每股现金分红不低于2元或现金分红总额不低于当年净利润的50%
第三期员工持股计划	不超过7946万股 不超过16.14亿元	20.31	董监高（7人）、管理干部、技术专家、业务骨干等，共计不超过 12000人	2024年：净资产收益率不低于20.00%	2025年：净资产收益率不低于20.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：上述“净利润”为经审计的归属于上市公司股东的净利润，其中考核增长的净利润计算依据为摊销公司因实施股权激励或员工持股计划所涉及股份支付费用前的归属于上市公司股东的净利润；上述“净资产收益率”指加权平均净资产收益率。

本次公司在推出持股计划的同时也进行了回购股份的注销，公司历史上分红率处于高位，且多次回购注销股份增厚股东收益。通过梳理历史上分红+回购注销的情况，我们发现公司对应的股息率处于较高的水平。

表 2：公司历史分红+回购注销水平

年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	以其他方式(如回购股份)现金分红总额(亿元)	股利支付率	分配预案的股本基数(亿股)	每股股利(元)	分红+回购合计股息率(%)
2019	247	72	0	29%	60	1.2	1.8%
2020	222	227	52	126%	58	4.8	7.7%
2021	231	166	218	167%	55	6.9	18.7%
2022	245	112	0	45%	56	2.0	6.1%
2023	290	131	30	56%	55	2.9	9.1%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 渠道改革后空调内销逐步修复，大力拓展海外市场

**近年来收入业绩规模逐步修复。**公司收入业绩在 19 年实施渠道改革前呈现快速增长，19 年推动渠道改革后叠加 20 年疫情的影响，20 年公司收入业绩承压，随着渠道改革的推进及疫后的修复，公司营收业绩规模近年来稳步增长，23 年销售净利率已恢复至历史平均水平。

图 1：2015 年-2024Q1 公司收入变化（亿元，%）

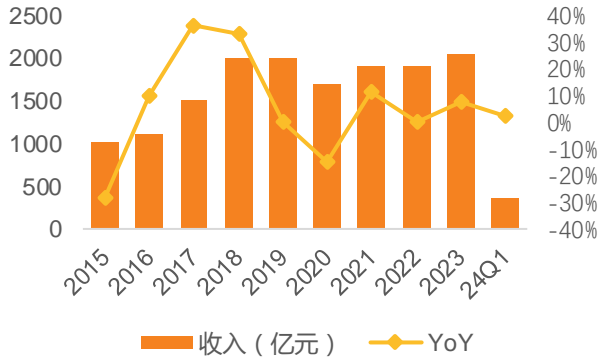
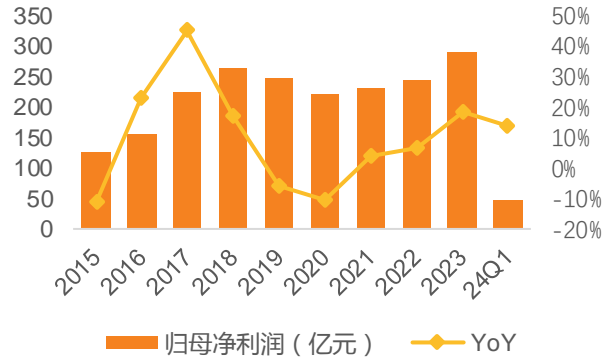


图 2：2015 年-2024Q1 公司归母净利润变化（亿元，%）

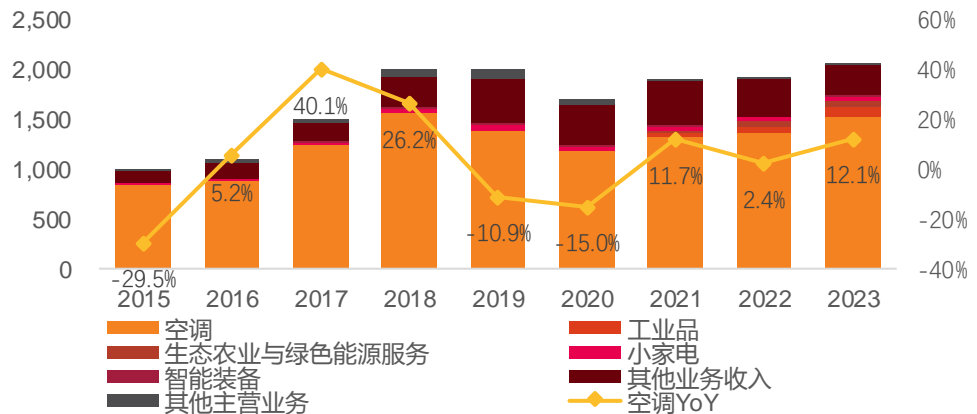


资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

**核心空调业务收入规模和利润率逐步修复。**分业务收入看，格力主营空调的收入增速在 17 年呈现 40% 的高速增长后，增速逐渐走弱。在 19 年空调价格战和 20 年疫情的影响下，20 年主营空调的收入增速下滑至 -15%。21 年空调呈现修复性增长，23 年在疫后补库、天气炎热等因素的带动下，空调品类销额增速为 12%。横向比较同是空调龙头的美的，其暖通空调增速为 7%，由于格力外销收入占比较低，基本可将 12% 看做为空调内销增速。因此从空调增速比较上看，格力 23 年市占率实际可能环比有所提升。

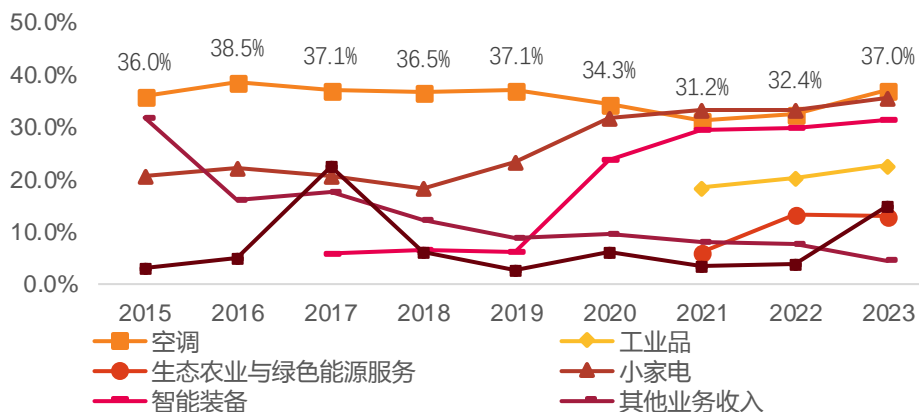
图 3：格力分品类收入变化（亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

从毛利率水平看，公司核心的空调业务的毛利率水平在 20 年渠道改革开始后有所下滑，叠加 20 年开始的原材料价格上涨的因素，公司毛利率有所承压。23 年空调毛利率重新恢复历史平均水平。

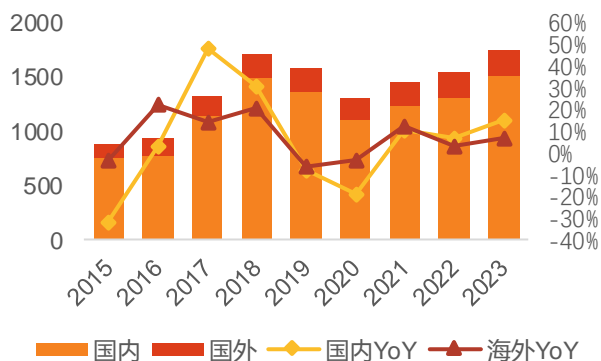
图 4：格力分品类毛利率变化（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

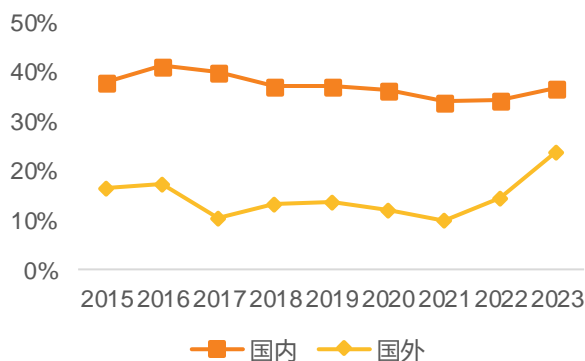
**积极拓展海外自有品牌。**分内外销看，公司外销收入规模逐步提升，且外销毛利率水平自 21 年后显著提升。根据 21-23 年年报显示，格力外销中自有品牌占比分别为 51%、57%、70%，同比分别为 23%/20%/8%，实现了较快的增长。公司在外销积极拓展自有品牌的布局和发展，一方面强化海外社媒矩阵，打造多元内容生态，积极亮相各种展会；另一方面加强海外主流零售电商平台布局，拓宽海外市场品类，公司的生活电器产品已上线欧美 Amazon、Walmart 等主流零售电商平台销售。2023 年公司产品已销往 190 多个国家和地区，持续提升和扩大格力自有品牌的形象和影响力。

图 5：公司内外销收入（亿元，%）



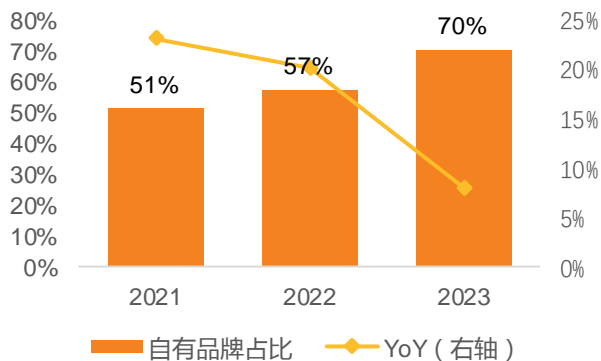
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：公司内外销毛利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：21-23 年外销自有品牌占比及增速（%）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

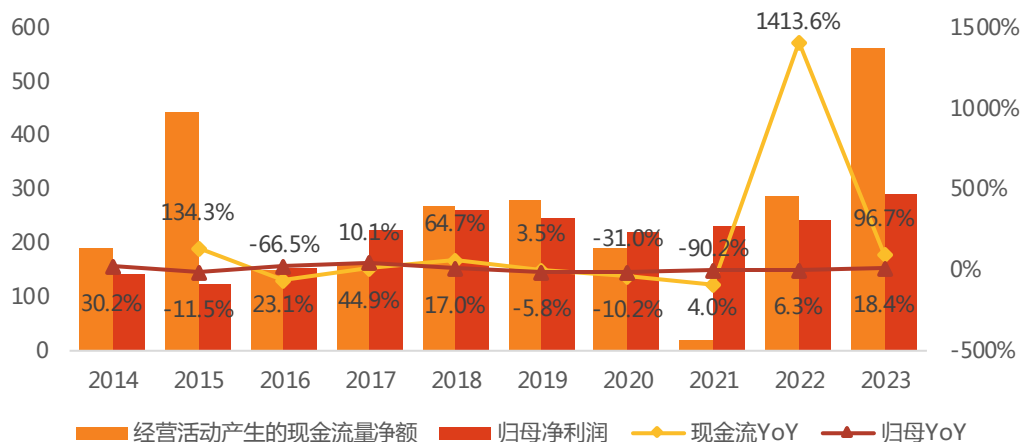
图 8：格力品牌在海外获奖



资料来源：公司官网，天风证券研究所

经营性净现金流情况出色。22-23 年公司经营性净现金流情况随着营收业绩的修复显著提升，23 年现金流水平远超净利润规模。

图 9：经营性净现金流&归母净利润变化比较（亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 公司利润“蓄水池”充沛，叠加家电以旧换新政策有望托底业绩增长

近年来空调大年（下图标黄年份）中白电龙头报表端合同负债、其他流动负债规模普遍迎来扩容，同时在行情小年（如 2019-2020 年）中合同负债、其他流动负债规模依然有所提升或并未出现大幅下降。当前白电龙头均已形成了较为充沛的收入、利润“蓄水池”，我们认为未来有望在行情小年平滑业绩波动，提升整体经营稳定性。其中格力和美的的利润“蓄水池”更深，稳定经营水平的能力更强。

图 10：近年来空调行情大年中，白电龙头的合同负债、其他流动负债规模迎来扩容

单位：万台；亿元	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
空调行业	3193	2965	3767	5150	6060	5725	6235	7017	6288	6049	8875	9281	9212	8028	8470	8430	9960
	内销量	-7%	27%	37%	18%	-6%	9%	13%	-10%	-4%	47%	5%	-1%	-13%	6%	0%	14%
	同比增加	21%															
美的集团	15	14	33	47	60	36	50	40	56	103	174	168	162	184	239	280	418
	合同负债+预收账款	-10%	137%	45%	28%	-41%	40%	-20%	41%	83%	70%	-4%	-3%	13%	30%	17%	49%
	同比增加	112%															
美的集团	14	51	48	57	96	82	126	228	221	246	263	313	391	499	482	578	713
	其他流动负债	51%	259%	-6%	17%	-15%	54%	81%	-3%	11%	7%	19%	25%	28%	-3%	20%	23%
	同比增加	46	58	89	120	198	166	120	64	76	100	141	98	82	117	155	136
格力电器	46	26	52	35	65	-16%	-28%	-46%	19%	32%	41%	-31%	-16%	42%	33%	-3%	6%
	合同负债+预收账款	44%	26%	52%	35%	65%	-16%	-28%	-46%	19%	32%	41%	-31%	-16%	42%	33%	-3%
	同比增加	22	42	62	89	96	157	309	486	550	598	609	634	652	644	624	577
格力电器	22	42	62	89	96	157	309	486	550	598	609	634	652	644	624	577	611
	其他流动负债	1043%	93%	49%	43%	7%	64%	96%	57%	13%	9%	2%	4%	3%	-1%	-3%	-7%
	同比增加	8	10	10	19	22	25	35	42	32	57	58	55	70	100	93	77
海尔智家	8	10	10	19	22	25	35	42	32	57	58	55	70	100	93	77	
	合同负债+预收账款	519%	28%	-3%	93%	16%	13%	41%	20%	-25%	81%	2%	-6%	2%	26%	42%	-7%
	同比增加	3	-	-	-	-	-	-	-	0	0	4	5	61	22	19	17
海尔智家	3	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0	4	5	61	22	19	17
	其他流动负债	66%	-	-	-	-	-	-	-	-	26%	1850%	17%	1137%	-63%	-17%	-11%
	同比增加	4	4	5	10	8	9	8	7	8	8	7	10	11	11	11	14
海信家电	4	4	5	10	8	8	9	8	7	8	8	7	10	11	11	11	14
	合同负债+预收账款	-45%	-9%	26%	98%	-20%	10%	8%	-16%	-7%	17%	-5%	-10%	42%	9%	4%	26%
	同比增加	3	3	4	5	5	6	6	7	7	6	6	38	43	55	56	64
海信家电	3	3	4	5	5	6	6	7	7	7	6	6	38	43	55	56	64
	其他流动负债	18%	-13%	42%	34%	-3%	21%	1%	18%	17%	-10%	-11%	1%	481%	16%	26%	3%
	同比增加																

资料来源：Wind，产业在线，天风证券研究所

以旧换新政策利好白电，中央支持力度较大加强了格力内销增长的稳定性。2024 年 7 月 25 日，国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，支持家电产品以旧换新。家电方面，从品类看，对个人消费者购买 2 级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机 8 类家电产品给予以旧换新补贴。补贴品类主要集中在大家电上。

本次的补贴力度较大，补贴标准为产品销售价格的 15%，1 级及以上能效或水效标准的产品额外再给予产品销售价格 5% 补贴。每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元。

本次措施共涉及统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金用于支持大规模设备更新和消费品以旧换新。其中，发改委牵头直接向地方安排 1500 亿左右超长期特别国债资金，用于落实家电以旧换新等六条支持政策。商务部指导各地区结合实际做好优惠政策衔接，确保政策平稳有序过渡。相关项目由国家发展改革委采取投资补助等方式予以支持，简化申报审批流程，切实提高办事效率。

政策进一步明确以旧换新具体资金渠道（除中央安排的 1500e 超长期特别国债资金外，支持资金按照 9:1 原则实行央地共担），并确保真金白银优惠直达消费者，将对当前家电板块的内需形成支撑，加强了格力内销增长的稳定性。

#### 4. 空调出海+拓展冰洗品类多元化布局将成为公司未来发展方向

我们认为，在国内市场已经逐步成熟后，中国家电企业全球自主品牌市场份额提升或是未来龙头企业增长的长期空间。而在过去十余年间，新兴市场正逐渐成长为全球家电市场的增长引擎。

据欧睿国际，以亚太、拉美、中东非为代表的新兴市场家电行业规模 2010-2023 年 CAGR 达 3%，占全球规模比重由 30% 升至 32%，已成为全球家电市场的重要组成部分。大家电品类方面，23 年新兴市场占全球规模比重达到 34%，高于家电行业整体水平，其中亚太（不含中国）在 10-23 年间大家电零售量 CAGR 领先其余地区，表明新兴市场中家电的保有量均比较低，家电行业发展仍处大家电普及阶段。

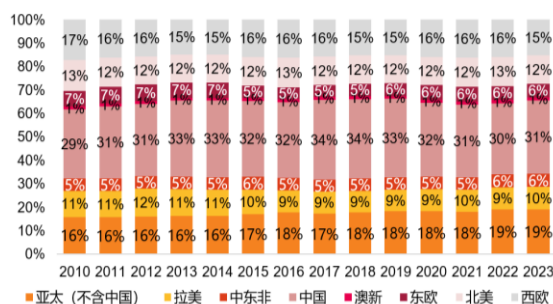
考虑到家电行业的本质是基于人口的生意，而从全球各地人口分布来看，据欧睿国际，2023 年亚太（不含中国）、中东非、拉美地区人口数量分别达 29.6、17.3、6.6 亿人，合计达 53.5 亿人，占全球的比例的 67%，因此家电领域中新兴市场当前占据的 30%+ 份额仍具备大幅提升空间。

图 11：10-23 年各地区家电行业/大家电（含空调）零售量 CAGR

地区	家电行业零售量 10-23年CAGR	地区	大家电+空调零售量 10-23年CAGR
中国	3.9%	亚太（不含中国）	3.5%
亚太（不含中国）	3.4%	中国	2.5%
中东非	2.7%	中东非	2.3%
拉美	2.2%	澳新	2.2%
澳新	2.0%	北美	1.5%
北美	1.6%	西欧	0.9%
东欧	1.5%	拉美	0.7%
西欧	1.1%	东欧	0.5%
全球	2.5%	全球	1.9%

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 12：分地区大家电（含空调）零售量规模占比



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

我们选取大家电近 10 年零售量 CAGR、小家电近 10 年零售量 CAGR、2023 年人口规模、2023 年家庭数、城市化率、大家电（空冰洗彩灶均值）2023 年每百户保有量、小家电（吸尘器）2023 年每百户保有量等 7 项指标对各区域进行排名，得出结论：

基于过去十年家电品类零售量的快速增长，以及各地区背后庞大的人口规模与家庭户数，叠加城市化率、家电百户保有量相较于成熟市场仍具备较大提升空间，亚太、中东非及拉美等新兴市场发展潜力较大。

表 3：2023 年各区域各项指标综合排名

绝对值	大家电13-23年CAGR	小家电13-23年CAGR	2023年人口规模	2023年家庭数	城市化率	大家电23年百户保有量	小家电23年百户保有量
单位	%	%	亿人	亿户	%	台/百户	台/百户
亚太地区（不含中国）	2.8%	2.8%	29.6	7.1	45%	59	20
中东非	2.4%	2.6%	17.3	3.8	50%	50	24
中国	-0.7%	3.2%	14.1	5.5	63%	96	42
拉美	-0.7%	2.2%	6.6	2.3	81%	75	31
西欧	1.2%	1.2%	5.1	2.2	80%	85	93
北美	1.8%	1.5%	3.7	1.5	83%	94	96
东欧	-0.4%	0.8%	3.1	1.3	69%	85	94
澳洲	2.1%	1.5%	0.3	0.1	87%	96	96

分值	大家电14-23年CAGR	小家电14-23年CAGR	2023年人口规模	2023年家庭数	城市化率	大家电2023年保有量	小家电2023年保有量	总分	排名
亚太地区（不含中国）	1	2	1	1	2	1	1	9	1
中东非	2	3	2	3	2	2	2	15	2
中国	7	1	3	2	3	7	4	27	3
拉美	8	4	4	4	6	3	3	32	4
西欧	5	7	5	5	5	4	5	36	5
北美	4	6	6	6	7	6	8	43	6
东欧	6	8	7	7	4	5	6	43	6
澳洲	3	5	8	8	8	8	7	47	8

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

排名机制：各区域大家电近 10 年零售量 CAGR、小家电近 10 年零售量 CAGR、2023 年人口规模、2023 年家庭数按顺序排列分别得分 1-8 分；城市化率、大家电（空冰洗彩灶均值）2023 年每百户保有量、小家电（吸尘器）2023 年每百户保有量为按逆序排列分别得分 1-8 分。

新兴市场家电行业格局较为分散。据欧睿国际，2023 年亚太、拉美、中东非地区家电企业 CR3 分别为 21%、19%、10%（零售量口径），对比同期成熟市场 CR3（23%-26%）有待进一步整合。国内龙头企业在海外各地区份额对比各地区龙头看，拉美地区具备 6-8 个点提升空间，中东非地区具备 2-4 个点提升空间。

从分品牌市占率看，格力在新兴国家市占率尚低。考虑到当地行业集中度相对较低，自有品牌仍有待进一步整合，相对成熟市场当地人民或对新品牌的接受程度较高，格力有望依托在大家电领域长期积累的制造能力迁移海外新兴市场，以出色的产品力提升品牌在当地市场的影响力，带动当地行业格局进一步整合，实现自身企业份额扩张。

表 4：2023 年亚太、拉美、中东非地区龙头企业及国内品牌家电零售量份额情况

地区	集团名称	品牌名称	23年零售量份额	排名	对标海外龙头空间 (pcts)	CR3
亚太地区	美的	Midea	11.3%	1		21%
	海尔	Haier	5.7%	2		
	Panasonic Corp	Panasonic Corp	4.2%	3		
	格力	Gree	3.2%	4		
拉美地区	Britania	Britania	7.8%	1		19%
	Mondial	Mondial	6.2%	2		
	Electrolux	Electrolux	5.4%	3		
	美的	Midea	1.3%	18	6.5	
海尔	Haier	0.5%	28	7.3		
海信	Hisense	0.2%	45	7.6		
格力	Gree	0.2%	53	7.6		
中东非地区	SEB	SEB	3.9%	1		10%
	Koninklijke Philips NV	Koninklijke Philips NV	3.4%	2		
	Fresh Electric	Fresh Electric	3.1%	3		
	海尔	Haier	1.8%	11	2.1	
美的	Midea	1.7%	13	2.2		
海信	Hisense	1.0%	19	2.9		
格力	Gree	0.4%	29	3.5		
北美地区	Conair	Conair	8.7%	1		24%
	Spectrum	Spectrum	8.5%	2		
	Newell	Newell	6.8%	3		
	海尔	Haier	3.7%	5	5.0	
美的	Midea	0.7%	28	8.0		
澳新地区	Procter & Gamble	Procter & Gamble	9.9%	1		26%
	Spectrum	Spectrum	9.0%	2		
	Breville	Breville	6.7%	3		
	海尔	Haier	3.0%	9	6.9	
海信	Hisense	0.7%	24	9.2		
科沃斯	Ecovacs	0.3%	38	9.6		
美的	Midea	0.2%	39	9.7		
东欧地区	SEB	SEB	7.3%	1		16%
	BSH Hausgeräte GmbH	BSH Hausgeräte GmbH	4.9%	2		
	Arçelik AS	Arçelik AS	3.5%	3		
	海尔	Haier	3.5%	4	3.8	
海信	Hisense	1.6%	15	5.7		
美的	Midea	1.2%	19	6.1		
小米	Xiaomi	0.4%	29	6.9		
格力	Gree	0.4%	32	6.9		
西欧地区	BSH Hausgeräte GmbH	BSH Hausgeräte GmbH	8.3%	1		23%
	Procter & Gamble	Procter & Gamble	7.8%	2		
	SEB	SEB	6.8%	3		
	海尔	Haier	2.4%	11	5.9	
海信	Hisense	0.5%	28	7.8		
美的	Midea	0.1%	59	8.2		

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

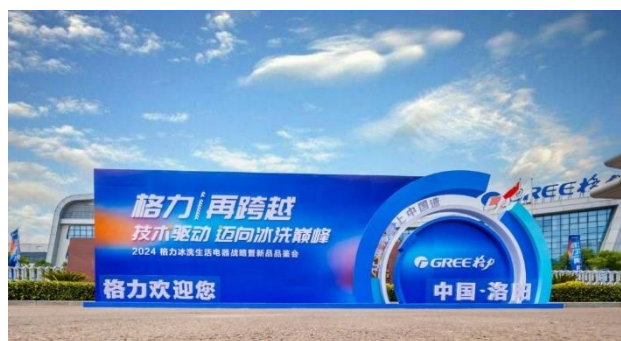
格力的多元化转型战略中，冰洗业务成为重要的发展方向。2010 年主营为冰箱代工的晶弘进行了资产重组，资产重组方即格力的销售公司盛世欣兴，重组之后晶弘冰箱的业务转向国内。2016 年格力开启多元化战略，晶弘冰箱正式成为格力电器多元化产品的版图。根据公司小家电部分的收入显示，在晶弘并入格力体内后，19 年以前营收规模有序提升；20 年格力在推行渠道改革后由于核心空调品类尚需调整，小家电收入有所下滑。2024 年在渠道改革推行几年后，格力重启多元化战略，在洛阳成立了全国首个冰洗区域营销中心，根据规划，总部设在洛龙区的河南格力冰洗销售有限公司，作为格力全国首个冰洗区域营销中心，将聚焦河南及周边地区，通过零售终端升级、渠道整合拓宽产品线，强化格力在冰箱、洗衣机等家电领域的研发销售，推动企业实现从主打空调到布局全屋电器的转型升级。

图 13：公司小家电收入及增速变化（亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：格力在洛阳召开冰洗新品发布会



资料来源：格力电器公众号，天风证券研究所

冰洗产品实现技术创新+多 sku 的布局，为消费者提供更好的产品体验。新品上，公司在洛阳专门召开冰洗新品发布会，这些产品不仅在设计上更加时尚美观，而且在技术上实现了多项突破。洗衣机方面，公司推出了格力如新二代热泵洗护机，搭载了格力自主研发的 37℃ 低温热泵柔烘技术，和全域超微蒸汽洗 2.0 功能，不仅能够实现低温烘干不伤衣，而且还能免水洗进行衣物护理。冰箱方面，格力全域保鲜冰箱通过搭载“光合水润养鲜科技”，为果蔬提供恒温控湿环境，鲜花能在冰箱内维持 25 天不干瘪，花色鲜艳如初。格力凭借技术优势实力抢“鲜”，“家用冰箱果蔬及肉类保鲜关键技术研究与应用”经专家组鉴定，获评“国际领先”，格力也是获中国家用电器研究院首批 CHCT 家用冰箱保鲜性能认证“保鲜认证证书”的企业。同时公司也在品类上实现了多 sku 多系列的布局，丰富消费者的选择。

图 15：公司冰箱系列



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 16：公司洗衣机系列



资料来源：公司官网，天风证券研究所



## 投资建议

公司是空调领域龙头企业，新一期员工持股计划将员工激励常态化，同时注销部分股票进一步增厚股东收益。预计 24-26 年公司归母净利润分别为 313/332/352 亿元，对应 PE 为 7.3x/6.9x/6.5x，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济增速放缓；房地产恢复不及预期；原材料价格波动风险；公司运营风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	157,484.33	124,104.99	131,830.07	130,161.24	130,557.98
应收票据及应收账款	14,831.56	16,186.82	17,416.18	18,652.17	19,786.88
预付账款	2,344.67	2,492.65	2,636.17	2,760.58	2,918.56
存货	38,314.18	32,579.14	29,462.97	27,115.87	23,263.64
其他	41,117.56	51,938.91	58,931.71	70,266.54	80,670.11
<b>流动资产合计</b>	<b>254,092.30</b>	<b>227,302.50</b>	<b>240,277.09</b>	<b>248,956.41</b>	<b>257,197.17</b>
长期股权投资	5,892.29	4,488.97	3,588.97	2,838.97	2,288.97
固定资产	33,817.02	34,034.83	31,530.93	28,359.65	24,791.67
在建工程	5,966.68	6,563.91	5,189.23	3,849.92	3,104.95
无形资产	11,621.85	10,827.69	10,369.32	9,910.94	9,452.56
其他	42,586.88	83,997.19	74,807.24	59,772.19	48,418.02
<b>非流动资产合计</b>	<b>99,884.72</b>	<b>139,912.59</b>	<b>125,485.68</b>	<b>104,731.66</b>	<b>88,056.16</b>
<b>资产总计</b>	<b>355,024.76</b>	<b>368,053.90</b>	<b>365,762.78</b>	<b>353,688.07</b>	<b>345,253.34</b>
短期借款	52,895.85	26,443.48	26,443.48	26,443.48	26,443.48
应付票据及应付账款	71,465.97	64,888.49	59,195.73	45,257.51	37,181.68
其他	77,037.78	96,062.56	98,257.25	94,211.77	88,459.96
<b>流动负债合计</b>	<b>201,399.60</b>	<b>187,394.53</b>	<b>183,896.46</b>	<b>165,912.76</b>	<b>152,085.12</b>
长期借款	30,784.24	39,035.74	39,035.74	39,035.74	39,035.74
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5,992.53	7,388.71	6,330.57	5,000.00	4,000.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>36,776.77</b>	<b>46,424.45</b>	<b>45,366.32</b>	<b>44,035.74</b>	<b>43,035.74</b>
<b>负债合计</b>	<b>253,148.71</b>	<b>247,407.75</b>	<b>229,262.78</b>	<b>209,948.50</b>	<b>195,120.86</b>
少数股东权益	5,117.31	3,852.44	2,691.16	2,345.02	2,042.41
股本	5,631.41	5,631.41	5,631.41	5,631.41	5,631.41
资本公积	496.10	1,352.52	218.33	218.33	218.33
留存收益	93,699.19	113,942.78	132,975.30	139,617.20	146,647.53
其他	(3,067.97)	(4,132.99)	(5,016.20)	(4,072.39)	(4,407.19)
<b>股东权益合计</b>	<b>101,876.05</b>	<b>120,646.15</b>	<b>136,500.00</b>	<b>143,739.57</b>	<b>150,132.47</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>355,024.76</b>	<b>368,053.90</b>	<b>365,762.78</b>	<b>353,688.07</b>	<b>345,253.34</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	23,011.34	27,719.02	31,343.50	33,209.49	35,151.64
折旧摊销	4,969.95	5,283.33	5,404.04	5,497.43	5,574.86
财务费用	(3,022.82)	(3,910.05)	(2,664.50)	(2,799.26)	(2,996.76)
投资损失	(86.88)	(217.16)	(275.37)	(275.37)	(275.37)
营运资金变动	(8,127.10)	(11,305.71)	(10,771.14)	(9,779.90)	(8,488.74)
其它	11,923.95	38,828.99	(1,900.47)	(1,695.38)	(1,351.44)
<b>经营活动现金流</b>	<b>28,668.44</b>	<b>56,398.43</b>	<b>21,136.07</b>	<b>24,157.01</b>	<b>27,614.19</b>
资本支出	4,913.53	2,297.86	2,125.22	1,859.03	1,803.53
长期投资	(4,444.72)	(1,403.32)	(900.00)	(750.00)	(550.00)
其他	(37,525.64)	(41,911.75)	1,382.04	(2,115.21)	(2,601.78)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(37,056.83)</b>	<b>(41,017.22)</b>	<b>2,607.26</b>	<b>(1,006.18)</b>	<b>(1,348.25)</b>
债权融资	48,308.12	5,675.83	(2,441.02)	(580.45)	1,376.47
股权融资	(6,360.85)	(208.61)	(13,577.23)	(24,239.21)	(27,245.67)
其他	(32,024.48)	(21,825.04)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>9,922.79</b>	<b>(16,357.82)</b>	<b>(16,018.25)</b>	<b>(24,819.66)</b>	<b>(25,869.19)</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>1,534.40</b>	<b>(976.61)</b>	<b>7,725.08</b>	<b>(1,668.83)</b>	<b>396.74</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>190,150.67</b>	<b>205,018.12</b>	<b>216,019.28</b>	<b>227,800.14</b>	<b>240,244.09</b>
营业成本	139,784.39	141,625.55	148,901.06	156,679.86	164,878.38
营业税金及附加	1,612.24	2,114.18	2,160.19	2,278.00	2,402.44
销售费用	11,285.45	17,129.64	17,605.57	18,565.71	19,579.89
管理费用	5,268.00	6,542.16	6,480.58	7,061.80	7,447.57
研发费用	6,281.39	6,762.14	7,128.64	7,517.40	7,928.06
财务费用	(2,206.76)	(3,526.52)	(2,664.50)	(2,799.26)	(2,996.76)
资产/信用减值损失	(1,383.05)	(3,317.62)	(1,819.27)	(1,509.64)	(1,800.00)
公允价值变动收益	(343.58)	437.58	11.96	35.32	161.62
投资净收益	86.88	217.16	275.37	275.37	275.37
其他	2,481.60	4,169.08	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>27,284.10</b>	<b>32,864.78</b>	<b>34,875.78</b>	<b>37,297.68</b>	<b>39,641.51</b>
营业外收入	59.81	128.37	59.81	59.81	59.81
营业外支出	126.52	177.45	126.52	126.52	126.52
<b>利润总额</b>	<b>27,217.38</b>	<b>32,815.70</b>	<b>34,809.07</b>	<b>37,230.96</b>	<b>39,574.79</b>
所得税	4,206.04	5,096.68	5,378.00	5,752.18	5,936.22
<b>净利润</b>	<b>23,011.34</b>	<b>27,719.02</b>	<b>29,431.07</b>	<b>31,478.78</b>	<b>33,638.57</b>
少数股东损益	(1,495.28)	(1,298.36)	(1,912.43)	(1,730.71)	(1,513.07)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>24,506.62</b>	<b>29,017.39</b>	<b>31,343.50</b>	<b>33,209.49</b>	<b>35,151.64</b>
每股收益(元)	4.35	5.15	5.57	5.90	6.24

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0.26%	7.82%	5.37%	5.45%	5.46%
营业利润	2.27%	20.45%	6.12%	6.94%	6.28%
归属于母公司净利润	6.26%	18.41%	8.02%	5.95%	5.85%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.49%	30.92%	31.07%	31.22%	31.37%
净利率	12.89%	14.15%	14.51%	14.58%	14.63%
ROE	25.33%	24.84%	23.42%	23.49%	23.74%
ROIC	-122.34%	-125.28%	-228.00%	499.66%	121.42%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	71.30%	67.22%	62.68%	59.36%	56.52%
净负债率	-72.19%	-31.51%	-37.25%	-36.57%	-36.35%
流动比率	1.18	1.14	1.31	1.50	1.69
速动比率	1.00	0.97	1.15	1.34	1.54
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	13.26	13.22	12.86	12.63	12.50
存货周转率	4.69	5.78	6.96	8.05	9.54
总资产周转率	0.56	0.57	0.59	0.63	0.69
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	4.35	5.15	5.57	5.90	6.24
每股经营现金流	5.09	10.01	3.75	4.29	4.90
每股净资产	17.18	20.74	23.76	25.11	26.30
<b>估值比率</b>					
市盈率	9.34	7.89	7.30	6.89	6.51
市净率	2.37	1.96	1.71	1.62	1.55
EV/EBITDA	1.73	1.14	2.47	2.65	2.70
EV/EBIT	1.99	1.29	2.85	3.05	3.08

### 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