

格力电器(000651)

报告日期: 2025 年 05 月 23 日

空调龙头，信心重塑

——格力电器深度报告

投资要点

- **公司是我国空调龙头，干部年轻化促经营治理改善+逐渐走出渠道改革阵痛期，向上趋势有望确立**
1993-2014 年公司经历了长达 21 年的持续增长，成为我国知名的空调龙头。后续伴随行业竞争的加剧，业务多元化的有限和出海进展较慢导致营收规模被美的、海尔超越。当前公司经历董事会换届，干部年轻化，看好公司治理改善；同时逐渐走出渠道改革阵痛期，向上趋势有望确立。
- **董事会换届成功，引入年轻血液，看好公司治理能力优化**
2025 年公司董事会成功换届，董明珠连任董事长，张伟成为新任公司总裁，副总裁舒立志、核心工程师钟成堡为公司新任非独立董事，章周虎任公司董秘。当前新任董事及高管呈现明显的年轻化特征，此前董明珠也在采访中宣布已有三至四名接班人备选。我们认为新管理团队的上任可能为公司在治理和业务经营角度带来更为进取、积极的变化。
- **格力渠道改革已经走出阵痛期，并继续新零售尝试，净利率有望继续提升**
公司归母净利率从 2019 年的 12.3% 提升至 2024 年的 16.9%，说明渠道改革的成效在持续显现。经历 2019-2022 年的区域经销商出走后，格力自 2023 年鲜有经销商变动，且曾经出走的山东经销商也重回格力，我们认为渠道改革导致的人事变动期已经结束，在宏观环境波动、空调保有量高、中小品牌式微的情况下，经销商的选择减少，对高价、高量的格力的黏性强化，预计后续传统经销团队将维持稳定，更便于渠道改革的持续推进。与此同时，格力线下份额在经历 2019-2022 年的下滑以后已经企稳。
另一方面，格力仍然积极进行新零售变革，例如推行“云网批”制度、在上市公司体内成立格力数科，尝试承担此前盛世欣兴负责的销售和配送，有助于进一步提升物流效率和数字化能力，并强化对渠道的掌控能力。此外，无论争议与否，董明珠健康家的改造计划仍然为格力产品多元化、从产品向家庭场景的战略转型提高关注度，积极的拓店策略也有望为格力的生活电器带来增量；同时格力开始品牌年轻化的转型，打造年轻人更容易接受的“星际家园” AWE 展会主题，后续期待其产品端年轻化，更直观地让消费者感受“更年轻更积极的格力形象”。
- **家空动能依然充足，工业广布局亦有望充分受益**
根据我们的测算，预计我国城镇、农村每百户空调的理想保有量分别达到 234、161 台，对应空调保有量 10.14 亿台，对应 2023 年仍有 37% 的成长空间。而以东南亚、南美等新兴市场为例，空调在当地尚有 124%/114% 的成长空间，中国企业大有可为。得益于赛道红利，即便是经历渠道改革的阵痛期，格力的营收和利润增长仍然能够持续。而当前，逐步走出阵痛期的格力，有望以更积极高效的面貌稳定市场份额、继续改善盈利并迈出出海的步伐。另一方面，格力在工业领域的布局广泛，涵盖零部件、智能装备、终端产品和再生资源，有望受益于我国制造业转型升级。
- **盈利预测与估值**
预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 2001.20/2083.16/2168.20 亿元，同比分别 +5.79%/+4.10%/+4.08%，归母净利润分别为 355.07/383.43/409.69 亿元，同比分别 +10.32%/+7.99%/+6.85%，对应 EPS 分别为 6.34/6.85/7.31 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示**
原材料成本波动超预期，下游需求不及预期，行业竞争加剧

投资评级：买入(首次)

分析师：张云添
执业证书号：S1230524020006
zhangyuntian@stocke.com.cn

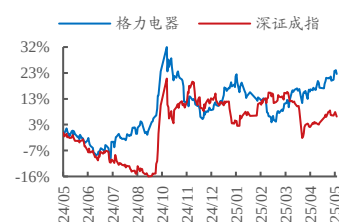
分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：芦家宁
执业证书号：S1230525030003
lujianing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥46.56
总市值(百万元)	260,801.45
总股本(百万股)	5,601.41

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	189163.65	200120.02	208316.15	216819.74
(+/-) (%)	-7.26%	5.79%	4.10%	4.08%
归母净利润	32184.57	35506.64	38342.89	40968.71
(+/-) (%)	10.91%	10.32%	7.99%	6.85%
每股收益(元)	5.75	6.34	6.85	7.31
P/E	8.10	7.35	6.80	6.37

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 格力电器：变革中的空调龙头，逐渐走出阵痛期	6
1.1 复盘格力的成长阶段：深入人心的空调龙头，改革阵痛、动能蛰伏导致估值较低	6
1.2 财务角度来看，渠道改革的效益更多体现在盈利能力上，格力 24 年净利率创新高	7
1.3 经营治理变革：董事会换届引入新血液，干部年轻化	10
2 空调：成长动能仍然充足的广阔赛道	12
2.1 国内：空调保有量仍有提升空间，以旧换新有助头部企业市占率上升	12
2.2 海外：新兴市场空调保有量仍低，大有可为，中国企业全球进击	15
3 格力电器：渠道改革走出阵痛期，积极张开工业之臂	16
3.1 走出渠道改革的动荡阶段，积极拥抱新零售	16
3.2 工业领域布局广泛，有望充分受益于 B 端增长	20
4 盈利预测与估值	21
5 风险提示	22

图表目录

图 1: 格力、美的、海尔营收规模对比 (单位: 亿元)	6
图 2: 格力、美的、海尔归母净利润规模对比 (单位: 亿元)	7
图 3: 2019 年侧重发力线上渠道, 影响格力线下销额市占率	7
图 4: 2019 年-2021 年渠道改革后线上销额市占率走高	7
图 5: 白电龙头估值变化趋势总体一致, 但 2021H2 开始格力的估值较友商差距拉大	7
图 6: 2024H1 空调收入占比接近 8 成 (单位: 亿元)	8
图 7: 内销占主营业务收入比重超 80%	8
图 8: 公司毛利率进入修复阶段, 净利率提升	8
图 9: 2014 年后公司销售费用率快速下降, 管理费用率、研发费用率稳中有增	9
图 10: 2022 年后其他流动负债保持稳定的情况下归母净利润总额和归母净利率都明显提升 (亿元)	9
图 11: 股息率高于美的和海尔	9
图 12: 公司货币资金保持充裕	9
图 13: 格力电器股东结构及重要子公司 (2024 年报披露值)	10
图 14: 京海历年增减持和公司股价走势及业绩复盘	12
图 15: 我国每百户空调保有量 (台)	13
图 16: 我国空调内销量 (万台)	13
图 17: 以旧换新促进我国空调量价齐升	14
图 18: 24Q4 我国空调均价提升明显, 1-2 月均价同比保持稳定	14
图 19: 以旧换新以来空调龙头线下市占率略有提升	14
图 20: 格力、美的内销量出货量口径的市占率变动	15
图 21: 净利率角度来看, 2009-2017 年格力市占率处于高位, 其净利率持续提升; 2018 年后美的份额进阶, 净利率提升	15
图 22: 我国空调出口区域占比	15
图 23: 2024 年我国空调出口分区域增速	15
图 24: 格力线下渠道改革的模式	17
图 25: 2019 年来格力线下销额份额下降, 2022 年后基本平稳	17
图 26: 2019 年来格力线下销量份额下降	17
图 27: 格力始终维持显著高于行业的均价以应对量跌的冲击, 同时和海信之间的价差较为明显, 导致经销商也难以切换品牌 (元/台)	18
图 28: 格力数科和盛世欣兴在经营范围内是一致的, 但数科在上市公司体内	19
图 29: 2024 年 3 月以来董明珠 IP 的影响力在减弱, 但董明珠健康家的战略使 IP 流量迎来小高峰	19
图 30: 格力在 AWE 展会打造了“星际家园”, 首次打造“太空格仔” IP 形象, 结合“太空舱”的诸多设计元素构建出“未来空间”概念	20
图 31: 2022 年开始我国制造业固定资产投资总额的累计同比增速持续跑赢社会消费品零售总额增速	20
图 32: 2021-2023 年格力工业领域收入 CAGR+60% (亿元)	21
表 1: 格力董事及高管团队简历: 新任董事及管理层以工程师出身为主, 且基本都是格力自己培养的人才, 更为年轻	11
表 2: 新老董事会换届和现有管理团队	12
表 3: 分省份存量及空间测算结果 (以 2023 年数据为基础测算)	13
表 4: 东南亚主要国家空调挂机空间 (假设替换周期为 10 年)	16
表 5: 南美主要国家空调挂机出口空间 (假设替换周期为 10 年)	16
表 6: 公司重点布局的工业板块业务简介	21

表 7: 公司盈利预测拆分简表.....	22
表 8: 可比公司估值表 (截至 5 月 23 日)	22
表附录: 三大报表预测值.....	23

1 格力电器：变革中的空调龙头，逐渐走出阵痛期

1.1 复盘格力的成长阶段：深入人心的空调龙头，改革阵痛、动能蛰伏导致估值较低

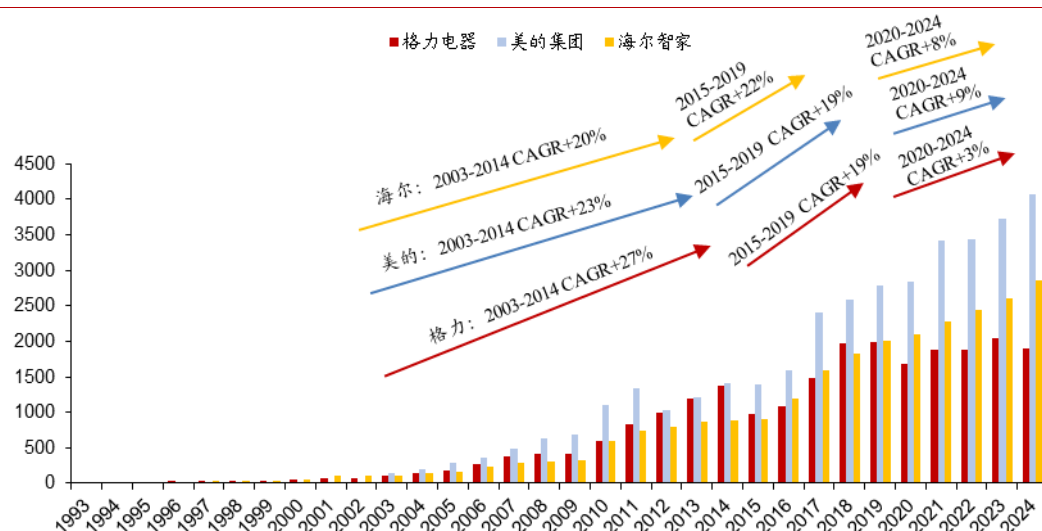
从公司收入规模角度复盘公司发展历程：

1993-2014：持续 21 年的高速增长。1991 年冠雄塑胶厂和海利空调厂合并成立格力空调器厂。在居民消费能力提升、空调保有量提升、品牌国产替代的背景下，格力凭借过硬的产品质量、高度有效的渠道激励广开销路，迅速确立国内空调产业龙头地位。1993-2014 年，格力电器收入及利润连续 21 年正增长，营业收入 CAGR+29%，归母净利润 CAGR+31%。

2015-2019：空调价格战、多元化和混合制改革带来的波动变革期。由于宏观经济形势波动+此前家电下乡透支空调需求，2015 年格力营收同比-29%，归母净利润同比-11%。2014H2-2016 完成价格战去库存后，格力 2017 年业绩同比+45%。在此阶段，格力积极进行多元化尝试，布局生活电器、工业制品、模具、手机、自动化设备、新能源等业务，但均未能贡献明显收入增量。2019 年，格力开启混合所有制改革，由高瓴资本管理的珠海明骏成为格力电器第一大股东，董明珠在格力电器的持股比例也得到提升。业务端口推进渠道改革，加强线上渠道布局，线下简化代理商层级。此阶段格力虽重回增长快车道，但多元化的有限和空调行业竞争的加剧拉大了其与美的的营收规模差距，而海尔也凭借全球化和高端化的布局逐渐后来居上。

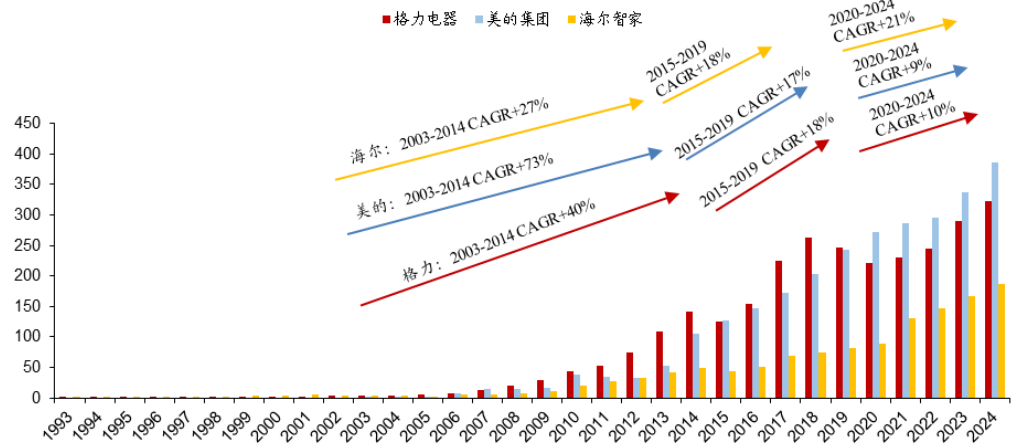
2020-2024：变革深化、动能蛰伏。格力于 2019 年开始渠道改革，2019 年至 2021 年围绕线上格力董明珠店新零售试水，2022-2024 年进行线下渠道扁平化变革，但总体处于阵痛阶段。2020-2024 年格力营业收入 CAGR+3%，慢于美的（+9%）和海尔（+8%），归母净利润 CAGR+10%，跑赢美的（+9%），跑输海尔（+21%）。

图1：格力、美的、海尔营收规模对比（单位：亿元）



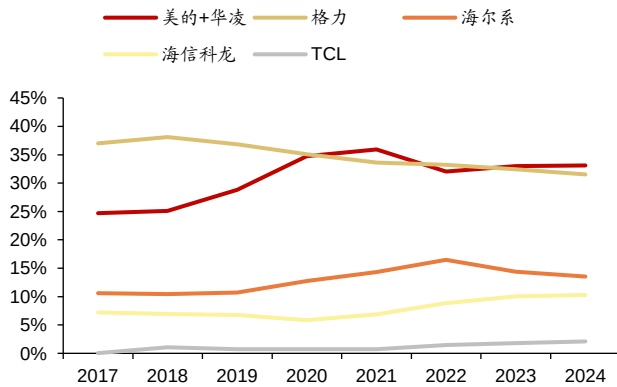
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2: 格力、美的、海尔归母净利润规模对比 (单位: 亿元)



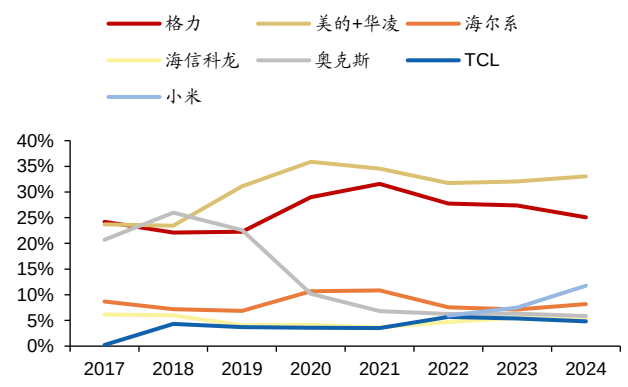
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 2019 年侧重发力线上渠道, 影响格力线下销额市占率



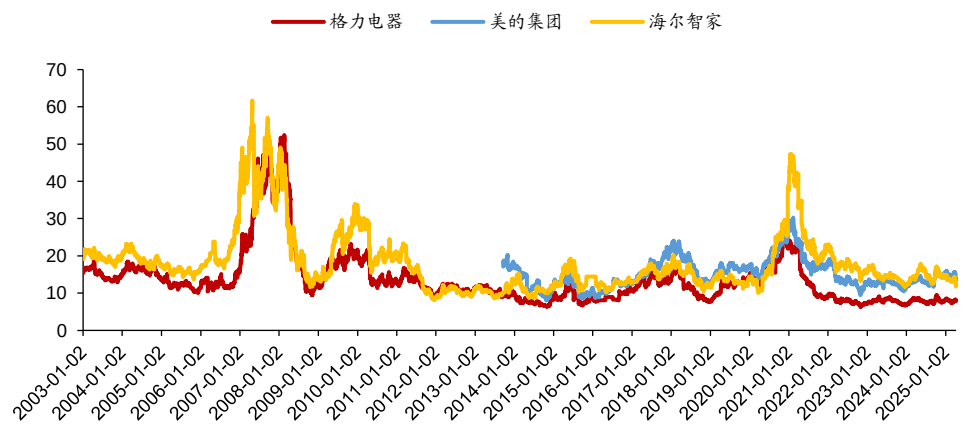
资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图4: 2019 年-2021 年渠道改革后线上销额市占率走高



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图5: 白电龙头估值变化趋势总体一致, 但 2021H2 开始格力的估值较友商差距拉大

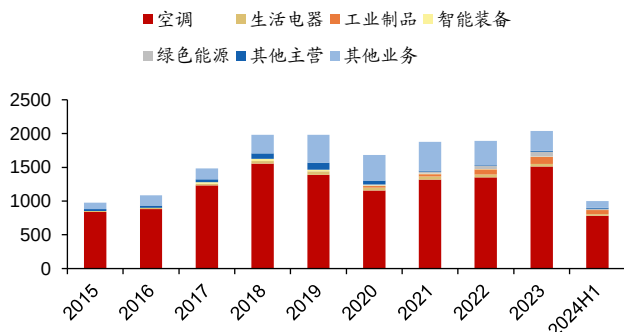


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.2 财务角度来看, 渠道改革的效益更多体现在盈利能力上, 格力 24 年净利率创新高

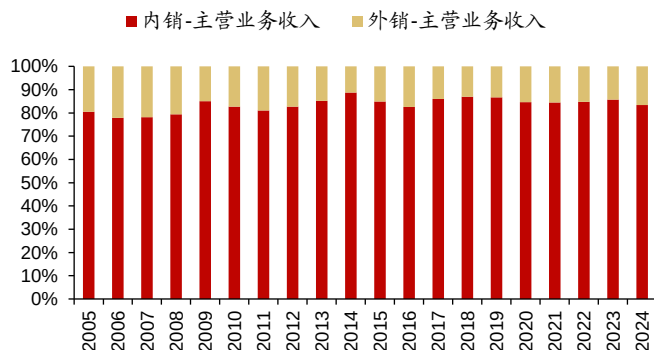
当前空调仍是格力最主要收入来源，内销收入占比高。2024H1 空调占营业收入比重为 78%，工业制品收入占比 6%，生活电器收入占比 2%。截至 2024 年，公司内销收入占主营业务收入 83%。

图6：2024H1 空调收入占比接近 8 成（单位：亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

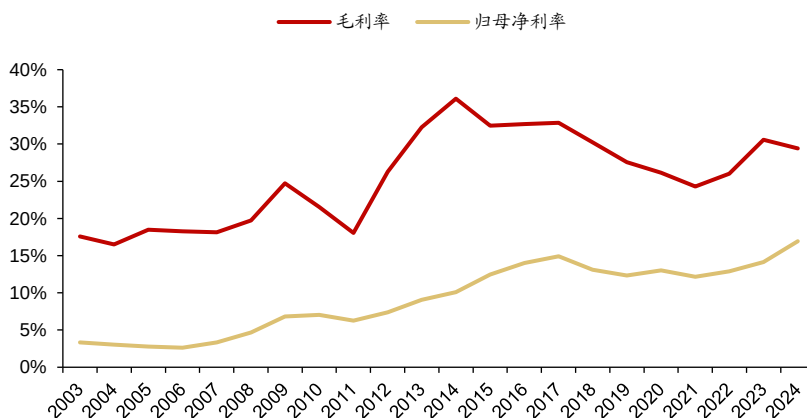
图7：内销占主营业务收入比重超 80%



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

毛利率已经进入平稳修复阶段。2012-2014 年受益于家电下乡补贴，公司毛利率明显提升，随后伴随 2015 年、2018-2019 年价格战、2020-2021 原材料价格上涨等影响，毛利率逐渐回落。2022 年毛利率端开始回升，至 2024 年，公司毛利率 29.43%，同比-1.14pct，总体保持稳定。

图8：公司毛利率进入修复阶段，净利率提升

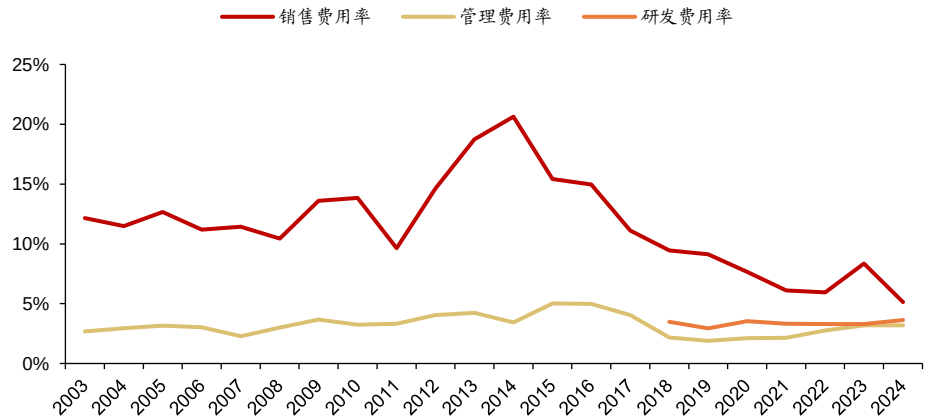


资料来源：Wind，浙商证券研究所

费用率来看，渠道改革是持续见效的。2011 年开始格力建立盛世欣兴代理制度，大力拓展渠道，由此销售费用率大幅上升，后续伴随价格战去库存、渠道改革等逐渐从渠道收回利润，销售费用率下降。截至 2024 年，公司销售费用率 5.13%，同比-3.22pct，验证公司渠道改革策略仍然持续奏效。公司管理费用率、研发费用率总体稳中有增。

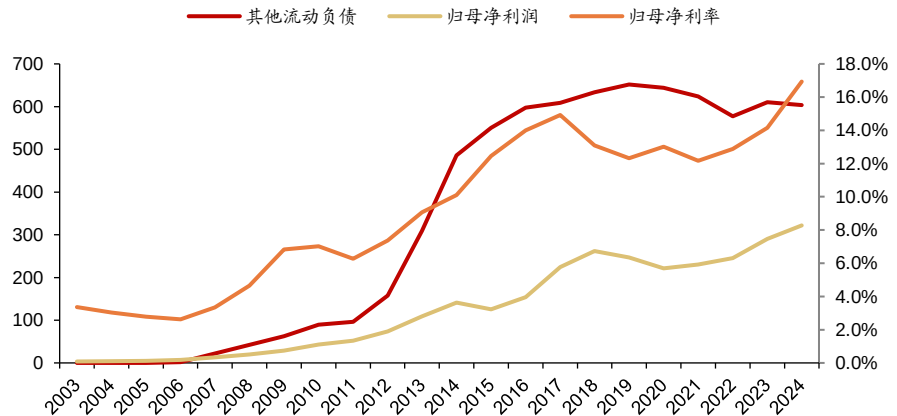
2022 年后其他流动负债保持稳定，但归母净利率、归母净利润创新高，证明盈利质量切实改善。2003 年-2017 年公司受益于品牌形象提升+市占率提升，归母净利率快速提升。2018 年后受价格战、公共卫生事件等因素导致小幅回落，2021 年归母净利率逐渐回升，且 2022 年以后其他流动负债（销售返利为主）保持稳定的情况下，2024 年公司归母净利率高达 16.94%，同比+2.78pct，是上市以来最高的归母净利率水平。

图9：2014年后公司销售费用率快速下降，管理费用率、研发费用率稳中有增



注：2018 年之前管理费用率包含研发费用率；
资料来源：Wind，浙商证券研究所

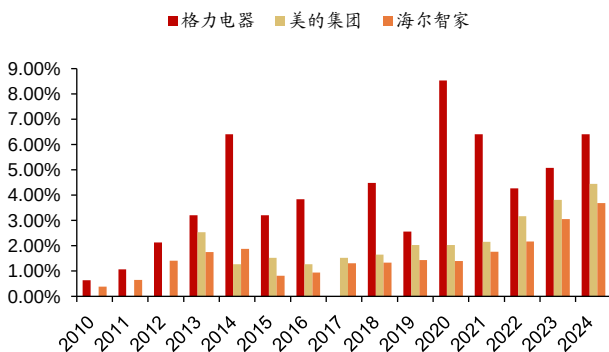
图10：2022年后其他流动负债保持稳定的情况下归母净利润总额和归母净利率都明显提升（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

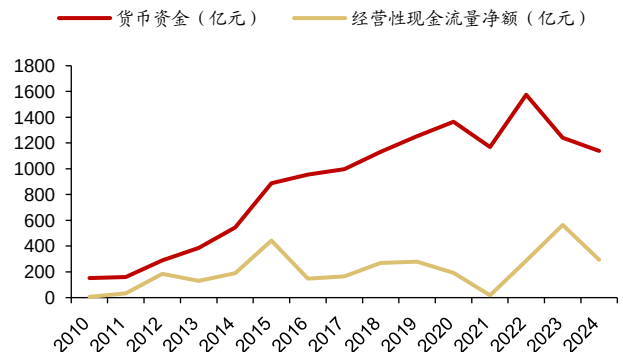
股息率高，现金充裕。1) 公司自 1996 年以来坚持分红，2024 年现金分红 167.55 亿元，占 2024 年归母净利润 52%。2024 年股息率 6.4%（按 2025 年 5 月 21 日收盘价计算），高于美的、海尔，更具性价比。2) 现金流角度依然保持充裕。除 2021 年受公共卫生事件及原材料价格上涨影响经营性现金流净额有大幅缩减以外，其余年份均保持相对平稳。2023-2024 年货币资金下行主要来自于交易性金融资产（以债务工具投资为主）的上升。

图11：股息率高于美的和海尔



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12：公司货币资金保持充裕

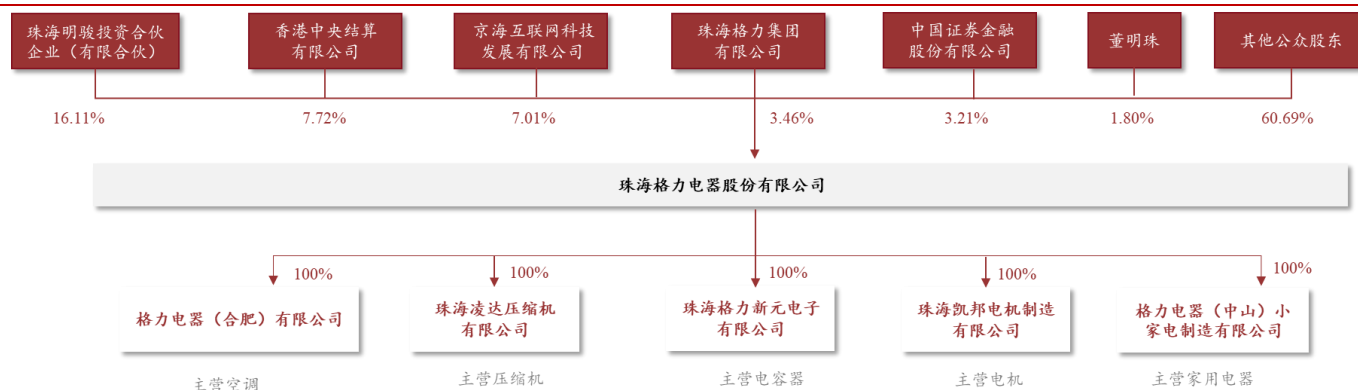


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 经营治理变革：董事会换届引入新血液，干部年轻化

混改后董明珠在格力电器的话语权明显增强。格力电器目前无实控人，珠海明骏为第一大股东，和董明珠为一致行动人，董明珠持有其 26.6%的股份。混改前董明珠在格力电器持股比例仅为 0.74%，混改后，截至 2024 年，其合计持股比例达到 6.1%（个人 1.80%+珠海明骏 4.3%），明显提升。国资珠海格力集团稳定持有公司 3%左右的股份。

图13： 格力电器股东结构及重要子公司（2024 年报披露值）



注：根据 Wind，2025 年 4 月 8 日京海互联网持股比例提升至 7.04%，香港中央结算有限公司持股比例为 6.55%
资料来源：Wind，浙商证券研究所

核心掌门人董明珠深耕格力 35 年，为格力过硬的产品形象打下深刻烙印。董明珠于 1990 年加入格力（原海利空调厂），从基层销售员起步，仅用两年时间便以安徽市场 1600 万元的销售业绩崭露头角，销售量占公司全公司八分之一。1994 年，格力内部危机时，董明珠任经营部部长，推行“先款后货”等销售策略，带领公司实现快速增长。1996 年，格力电器上市，董明珠逐步晋升为销售公司经理、副总经理、总经理等职。2007 年，她出任格力电器总裁，2012 年成为董事长。在董明珠的领导下，格力电器成为中国首家营收破千亿的家电上市企业，并进入世界 500 强，推动格力在技术研发、质量管理等方面取得显著成就。

董事会及新任高管团队引入年轻血液，公司可能已经开始为“接班”做准备，期待公司治理能力优化。公司 4 月完成董事会换届，副总裁舒立志、核心工程师钟城堡为公司新任董事，替换前届的董事郭书战、邓晓博。管理层方面，张伟接替董明珠任公司总裁，舒立志、方祥健继续担任副总裁，刘华、李绍斌、胡余生、王凯为新任副总裁，庄培（退休）、谭建明（退休）、邓晓博不再担任副总裁。当前新任董事及高管呈现明显的年轻化特征，此前董明珠也在采访中宣布已有三至四名接班人备选。我们认为新管理团队的上任可能为公司治理和业务经营角度带来更为进取、积极的变化。

表1: 格力董事及高管团队简历: 新任董事及管理层以工程师出身为主, 且基本都是格力自己培养的人才, 更为年轻

姓名	年龄	职务	背景信息
董明珠	71 岁	董事长	硕士研究生学历; 现任珠海格力电器股份有限公司董事长; 历任公司业务员、经营部部长、副总经理、副董事长兼总裁等职务。
张伟	49 岁	董事、党委书记、总裁	本科学历, 正高级经济师; 现任公司党委书记、董事、总裁。1999 年加入格力电器, 历任公司管路分厂、物资供应部、外协外购质量管理部、企业管理部负责人, 公司总裁助理; 2013 年至 2020 年任珠海格力集团有限公司副总裁; 2019 年 1 月至今任公司董事; 2020 年 9 月至今任公司党委书记; 2025 年 4 月至今任公司总裁。
张军督	65 岁	董事	大专学历; 现任公司董事。1999 年 9 月至今任浙江通诚格力电器有限公司董事长; 2012 年 8 月至今任浙江盛世欣兴格力贸易有限公司执行董事兼总经理; 2012 年 5 月至今任公司董事。
舒立志	56 岁	董事	硕士研究生学历; 现任公司董事。曾任国家审计署武汉特派办副处长、处长; 2019 年 12 月加入珠海格力电器股份有限公司, 2020 年 12 月至 2025 年 4 月任公司副总裁; 2025 年 4 月至今任公司董事。
钟成堡	40 岁	董事	硕士研究生学历, 电气正高级工程师; 现任公司董事、总工程师、总裁助理。珠海市青年优秀人才, “广东省高性能伺服系统企业重点实验室”常务副主任; 2008 年获得哈尔滨工业大学机械设计制造及其自动化学士学位, 2024 年获得北京理工大学计算机科学与技术硕士学位; 2008 年入职公司, 历任公司技术员、技术研究组组长、研究所所长、研究院院长; 2024 年 2 月至今任公司总裁助理; 2025 年 2 月至今任公司总工程师; 2025 年 4 月至今任公司董事。
方祥建	48 岁	副总裁	硕士, 正高级工程师, 现任公司副总裁。2001 年 7 月至 2004 年 6 月任公司筛选分厂分析员、科室主任, 2004 年 7 月至 2016 年 12 月任公司筛选分厂厂长助理、副厂长、厂长, 质量控制部部长; 2016 年 12 月至 2021 年 11 月任公司助理总裁; 2021 年 11 月至今任公司副总裁。
刘华	49 岁	副总裁	博士研究生学历, 教授级高级工程师; 现任公司副总裁。2003 年 3 月至 2017 年 2 月任商用技术部设计员、组长、主任、部长助理、副部长; 2017 年 2 月至 2017 年 10 月任公司总工程师助理; 2017 年 10 月至 2025 年 4 月任公司总裁助理; 2017 年 10 月至今任公司副总工程师; 2025 年 4 月至今任公司副总裁。
李绍斌	49 岁	副总裁	硕士研究生学历, 正高级工程师; 现任公司副总裁。历任公司商用空调设计与开发部部长助理、部长, 公司总裁助理; 2017 年 2 月至今任公司总工程师助理; 2025 年 4 月至今任公司副总裁; 兼任国家节能环保制冷设备工程技术研究中心副主任、工信部“启明计划”评审专家、广东省工业和信息化厅专家库首批入库专家, 荣获广东省杰出发明人奖; 珠海市高层次人才。
胡余生	48 岁	副总裁	毕业于哈尔滨工业大学, 博士研究生学历, 教授级高级工程师, 现任公司副总裁。2004 年 7 月至 2017 年 12 月任公司制冷技术研究院技术员、所长, 公司机电技术研究院负责人、院长助理、副院长、院长; 2017 年 12 月至今任公司总工程师助理; 2019 年 4 月至 2025 年 4 月任公司总裁助理; 2025 年 4 月至今任公司副总裁。
王凯	46 岁	副总裁	毕业于中国刑事警察学院, 硕士研究生学历, 现任公司副总裁。2019 年 2 月至 2025 年 4 月任公司总裁助理; 2025 年 4 月至今任公司副总裁; 曾就职于深圳市公安局, 任反恐支队情报大队长等职务。
廖建雄	52 岁	财务负责人	本科学历; 现任公司财务负责人、总裁助理。1993 年 5 月加入格力电器, 历任格力电器(重庆)有限公司财务部部长, 珠海格力电器股份有限公司财务部部长。2020 年 8 月至今, 任公司财务负责人、总裁助理。
章周虎	42 岁	董事会秘书	本科学历; 现任公司董事会秘书。2007 年 7 月加入公司, 历任格力电器(芜湖)有限公司财务部部长, 格力电器(合肥)有限公司财务部部长, 珠海格力电器股份有限公司证券事务代表、投资管理部部长助理, 浙江盾安人工环境股份有限公司副总裁、董事会秘书; 2025 年 1 月至今任公司董事会秘书。

注: 1) 橙色为新任董事会成员或高级管理人员; 2) 年龄按照 2024 年报披露值+1 岁得到
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表2: 新老董事会换届和现有管理团队

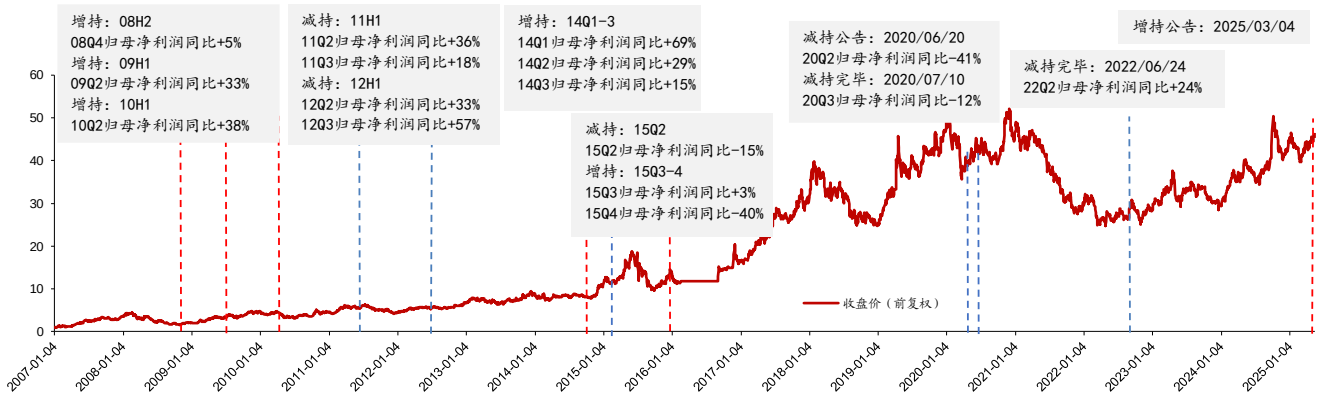
	第十二届 (2022-2025)	第十三届 (2025-2028)
董事会, 股东大会投票选举产生		
董事长	董明珠 (71 岁)	董明珠 (71 岁)
董事	张军督 (65 岁)	张军督 (65 岁)
董事	张伟 (49 岁)	张伟 (49 岁)
董事	郭书战 (69 岁)	舒立志 (56 岁)
董事	邓晓博 (50 岁)	钟成堡 (40 岁)
管理层, 由董事会任命		
总裁	董明珠 (71 岁)	张伟 (49 岁)
副总裁	邓晓博 (50 岁)	方祥建 (48 岁)
副总裁	舒立志 (56 岁)	刘华 (49 岁)
副总裁	方祥建 (48 岁)	李绍斌 (49 岁)
副总裁	庄培 (61 岁)	胡余生 (48 岁)
副总裁	谭建明 (61 岁)	王凯 (46 岁)
财务负责人	廖建雄 (52 岁)	廖建雄 (52 岁)
董秘	邓晓博 (50 岁)	章周虎 (42 岁)
总裁助理	钟成堡 (40 岁)	钟成堡 (40 岁)
总裁助理	廖建雄 (52 岁)	廖建雄 (52 岁)

注: 年龄按照 2024 年报披露值+1 岁得到

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

大股东久违增持, 可能反映上市公司对资本市场关注度提升, 也或许是对新任董事会的信心。2025 年 3 月公司第三大股东京海互联网公布增持计划, 拟在六个月内增持不低于人民币 10.5 亿元, 不超过人民币 21 亿元的公司股份, 其中不超过 14.7 亿元由渤海银行的股票增持专项贷款提供。反映出股东对于公司未来股价表现的信心。

图14: 京海历年增减持和公司股价走势及业绩复盘



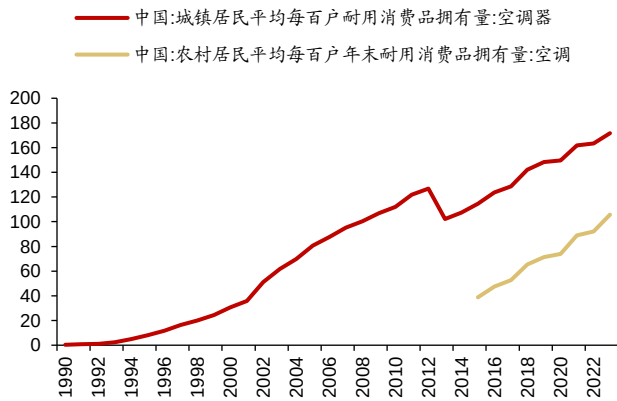
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

2 空调: 成长动能仍然充足的广阔赛道

2.1 国内: 空调保有量仍有提升空间, 以旧换新有助头部企业市占率上升

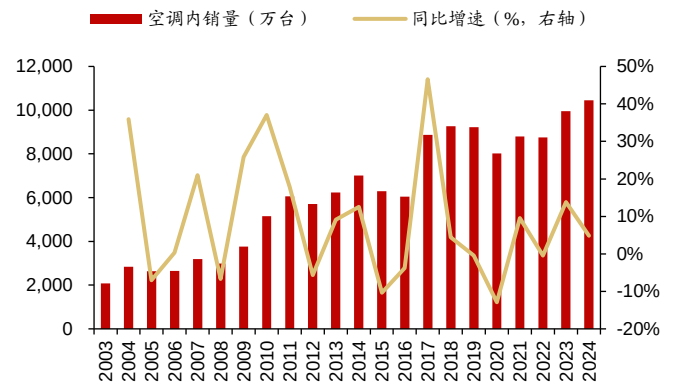
高保有量背景下销量仍持续增长, 空调是规模庞大的优质赛道。2023 年我国城镇、农村空调每百户空调保有量已经达到 171.7 台、105.7 台的高位, 但根据产业在线数据, 2024 年我国空调内销量突破 1.04 亿台, 同比+5%, 2019-2024CAGR+2.5%, 我们认为空调仍然是能持续增长, 且规模足够庞大的优质赛道。

图15: 我国每百户空调保有量(台)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 我国空调内销量(万台)



资料来源: 产业在线, 浙商证券研究所

预计我国城镇、农村每百户空调的理想保有量分别达到 234、161 台，对应空调保有量 10.14 亿台，对应 2023 年仍有 37% 的成长空间。空调的保有量与居民可支配收入和气候正相关。假设 1) 北京、上海等一线城市，假设人均可支配收入未来成长空间 10%；其余省份城镇居民收入增长空间为 20%；2) 假设全国各地农村地区收入增长空间为 30%。再根据空调保有量与人均可支配收入、气温超过 30 度以上的天数拟合，计算全国各地城镇、农村的理想的空调保有量假设分别为 234、161 台。

进一步地，考虑各地城镇化水平：1) 假设全国总人口不变，远期维持在 14 亿人口；北京、上海等发达直辖市城镇化水平不再继续提升，除中西部和少数民族地区省份以外，其他省份城市化天花板为 70%~75%。2) 假设城镇户均人口为 2.84 人，农村的户均人口为 3.7，这一数据长期保持稳定。计算得出我国理想的城镇化水平为 73%，则对应空调保有量 10.14 亿台，对应 2023 年仍有 37% 的成长空间。

表3: 分省份存量及空间测算结果(以 2023 年数据为基础测算)

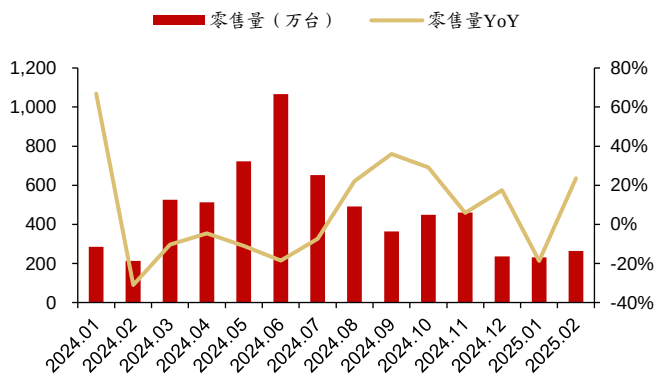
地区/指标	城镇化率(常住人口)	城镇家庭户数	农村家庭户数	每百户城镇居民空调保有量	每百户农村居民空调保有量	理想城镇化率	理想城市户数	理想农村户数	城镇居民保有量	农村居民保有量	居民空调保有量合计	每百户城镇居民空调保有量假设	每百户农村居民空调保有量假设	理想城镇居民空调保有量	理想农村居民空调保有量	居民空调保有量
		年	年	年	年	年	年	年	年	年	年	年	年	年	年	年
	%	万户	万户	万台	万台	%	万户	万户	万台	万台	万台	万台	万台	万台	万台	万台
华北地区	北京	88	676	72	188.0	200.5	88	676	72	1,271	144	1,415	300	199	2,028	2,171
	天津	85	411	53	188.8	157.8	85	411	53	775	84	860	251	190	1,029	1,131
	山东	66	2336	943	179.8	132.4	70	2,495	821	4,486	1,087	5,573	247	176	6,161	7,605
	陕西	65	907	372	148.5	70.2	70	974	320	1,447	225	1,671	223	150	2,168	2,649
	河北	63	1634	744	160.4	120.2	70	1,822	599	2,923	721	3,643	218	160	3,981	4,940
	河南	58	2007	1112	220.4	165.3	70	2,419	796	5,332	1,315	6,647	225	174	5,433	6,814
	山西	65	793	328	65.8	41.9	70	854	281	562	118	680	189	128	1,614	1,973
长江中下游	安徽	62	1326	637	209.2	143.2	70	1,509	496	3,156	711	3,867	226	158	3,404	4,189
	江苏	75	2253	575	254.5	200.3	85	2,552	346	6,494	692	7,187	265	182	6,752	7,380
	江西	63	1004	450	188.3	112.9	70	1,113	366	2,096	413	2,509	245	183	2,724	3,394
	上海	89	783	71	208.0	169.1	89	782	72	1,627	122	1,748	300	217	2,346	2,502
	浙江	74	1731	462	238.5	181.8	80	1,867	358	4,452	651	5,103	300	241	5,600	6,462
西南地区	重庆	72	805	244	256.7	123.4	70	790	256	2,028	316	2,344	227	158	1,791	2,196
	湖北	65	1346	545	196.4	116.2	70	1,445	469	2,838	545	3,383	234	174	3,387	4,202
	四川	59	1753	916	197.1	102.4	70	2,071	672	4,083	688	4,771	231	166	4,776	5,889
	贵州	56	761	460	50.5	9.5	70	957	310	483	29	513	138	64	1,317	1,516
	湖南	61	1414	689	222.0	102.3	70	1,626	527	3,609	539	4,149	238	165	3,875	4,745
	云南	53	871	595	27.3	9.1	70	1,157	375	316	34	350	129	58	1,489	1,706
珠三角	广东	75	3374	844	232.2	185.3	80	3,579	687	8,311	1,273	9,583	300	227	10,737	12,300

地区	福建	71	1046	327	208.6	129.2	70	1,031	339	2,151	438	2,589	275	200	2835	679	3,514
	海南	62	229	106	187.9	115.6	70	257	85	483	98	581	300	300	771	254	1,025
	广西	57	1005	587	206.7	101.8	70	1,239	408	2,561	415	2,976	260	201	3215	821	4,037
东北地区	辽宁	74	1082	299	79.9	32.9	75	1,104	283	882	93	975	183	120	2018	340	2,358
	黑龙江	67	724	272	24.0	2.3	70	755	248	181	6	187	118	77	892	190	1,082
	吉林	65	533	223	33.6	3.8	70	577	190	194	7	201	123	78	710	148	858
中西部及少数民族地区	内蒙古	70	587	197	25.8	6.8	70	591	194	152	13	166	183	112	1078	217	1,296
	新疆	59	542	286	44.3	9.6	70	640	211	284	20	304	161	103	1034	217	1,251
	宁夏	67	173	64	28.9	6.1	70	180	59	52	4	56	205	141	369	84	452
	西藏	39	50	60	28.1	3.3	70	90	30	25	1	26	143	59	129	18	146
	青海	63	131	60	1.5	8.4	70	146	48	2	4	6	118	53	173	26	198
	甘肃	55	482	297	20.9	5.6	70	608	200	127	11	138	196	125	1190	251	1,440
合计		66	32770	12892	193	84	73	36,316	10,170	63,383	10,817	74,200	234	161	85,025	16,394	101,419

资料来源：国家统计局，iFind，Wind，浙商证券研究所

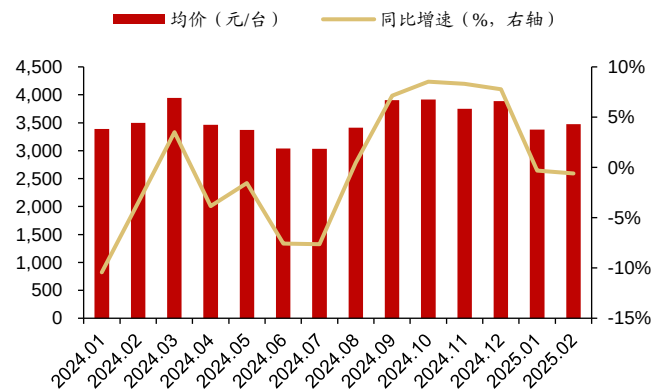
国补延续有望支撑我国空调销售，亦有利于龙头线下市占率提升。24Q4 以旧换新驱动我国空调销售量价齐升，根据奥维云网推总数据，24Q4 我国全渠道空调销量同比+16.4%，均价同比+8.5%，零售额同比+26.3%。由于龙头线下门店布局更广，因此在以旧换新补贴中相对受益更多。2024 年 11 月-2025 年 2 月我国线下龙头 CR2 维持同比提升态势。

图17：以旧换新促进我国空调量价齐升



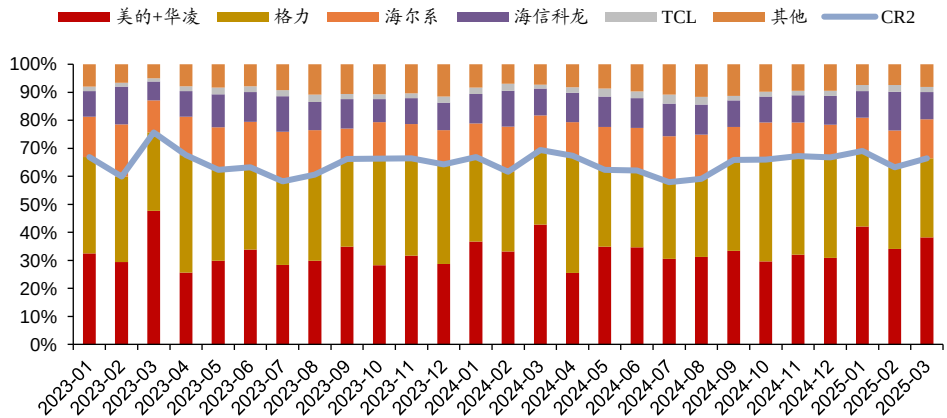
资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图18：24Q4 我国空调均价提升明显，1-2 月均价同比保持稳定



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图19：以旧换新以来空调龙头线下市占率略有提升

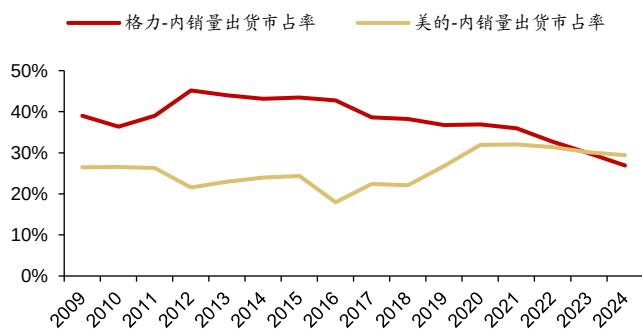


资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

国内空调是寡头垄断的市场，规模效应+品牌溢价赋予龙头更强的盈利能力，市场份额的提升也带来盈利能力的提升。根据产业在线数据，2009-2024 年美的+格力合计内销出货

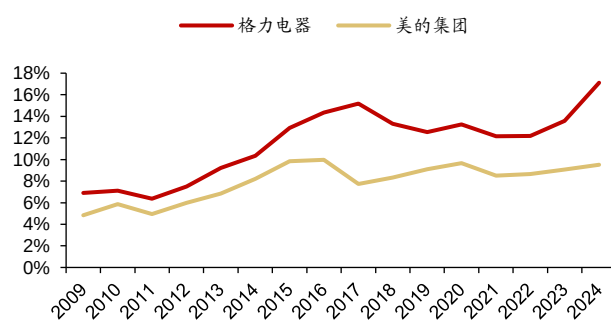
量份额占我国空调内销出货量 56%~69%。从企业的净利率波动变化也可以看到，市场份额的提升也带来了公司净利率的提升。

图20：格力、美的内销量出货量口径的市占率变动



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图21：净利率角度来看，2009-2017年格力市占率处于高位，其净利率持续提升；2018年后美的份额进阶，净利率提升



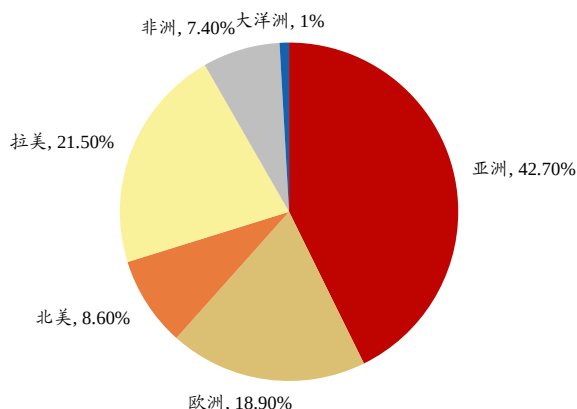
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2 海外：新兴市场空调保有量仍低，大有可为，中国企业全球进击

我国是全球最大的空调生产国，占全球空调产能的 80%，2024 年占海外空调销售的 78%。根据产业在线数据，2024 年全球空调产能共 3.7 亿台，80% 产能集中在中国，对应我国空调产能 2.96 亿台。全球空调市场规模 2.13 亿台，剔除我国内销量 1.04 亿台后，海外空调市场需求 1.09 亿台，而我国 2024 年总计出口 8500 万台空调，对应海外市场销售的空调 78% 来自中国。我国空调产能充足、能满足全球市场的需求，且牢牢掌握全球核心的空调生产能力和供应体系。

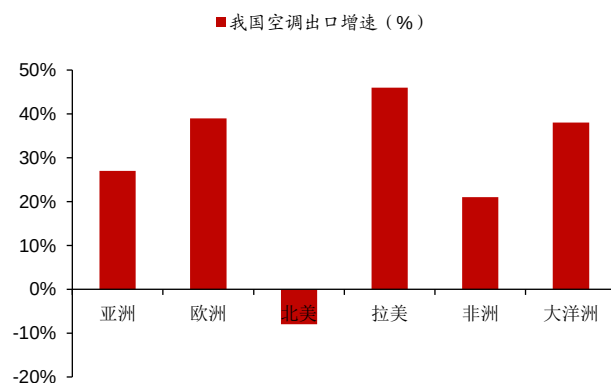
我国空调出口持续增长，新兴市场占比较高，2024 年受益于炎夏，增长表现突出。我国空调出口量从 2015 年的 4067 万台，提升至 2024 年 8500 万台，对应 CAGR+9%。分地区来看，2024 年我国空调出口 42.7% 面向亚太地区、21.5% 面向拉美，18.9% 面向欧洲，新兴市场占比较高。根据海关总署数据，2024 年受益于全球炎夏，我国空调出口量同比 +28.3%，除北美外其他地区均显现高增，拉美地区增速高达 46%。

图22：我国空调出口区域占比



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图23：2024 年我国空调出口分区域增速



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

新兴市场空调保有量仍然较低，大有可为。东南亚及南美地区空调销售均以空调挂机为主，和国内具有相似性。1) 南亚及东南亚：根据欧睿和我们的测算，当前东南亚及南亚主要国家空调挂机每百户保有量平均为 31 台/百户，假设远期合理保有量为 100 台/百户，10 年替换周期，户数维持不变，则对应空调年销量有 124% 的提升空间，增量市场主要来

自于印度、印尼、菲律宾和泰国。2) **南美洲**：南美主要国家空调挂机平均每百户保有量仅 31 台/百户，假设远期平均合理保有量 94 台/百户，则对应空调年销量有 114%的提升空间。增量市场来自于智利、哥伦比亚和巴西。

表4：东南亚主要国家空调挂机空间（假设替换周期为 10 年）

	户数（百户）	挂机百户保有量（台）	保有量（千台）	2024 年销量（千台）	远期保有量假设（台/百户）	远期年销量（千台）	对应空间
印度	3073103	20.1	61769	11348	100	30731	171%
印尼	874591	43.4	37957	3863	100	8746	126%
马来西亚	90822	134.7	12234	1601	180	1635	2%
菲律宾	290030	15.2	4408	582	80	2320	299%
泰国	259207	50.3	13038	1715	100	2592	51%
越南	281685	81.8	23042	2719	100	2817	4%
合计	4869438	31.3	152449	21827	100	48841	124%

资料来源：欧睿，浙商证券研究所

表5：南美主要国家空调挂机出口空间（假设替换周期为 10 年）

	户数（百户）	挂机百户保有量（台）	保有量（千台）	2024 年销量（千台）	远期保有量（台/百户）	远期年销量（千台）	对应空间
阿根廷	164677	47.8	7872	795	80	1317	66%
巴西	749516	32.3	24209	3770	100	7495	99%
智利	61207	28.7	1757	194	100	612	215%
哥伦比亚	187916	14.8	2781	340	80	1503	342%
合计	1163316	31.5	36619	5099	94	10928	114%

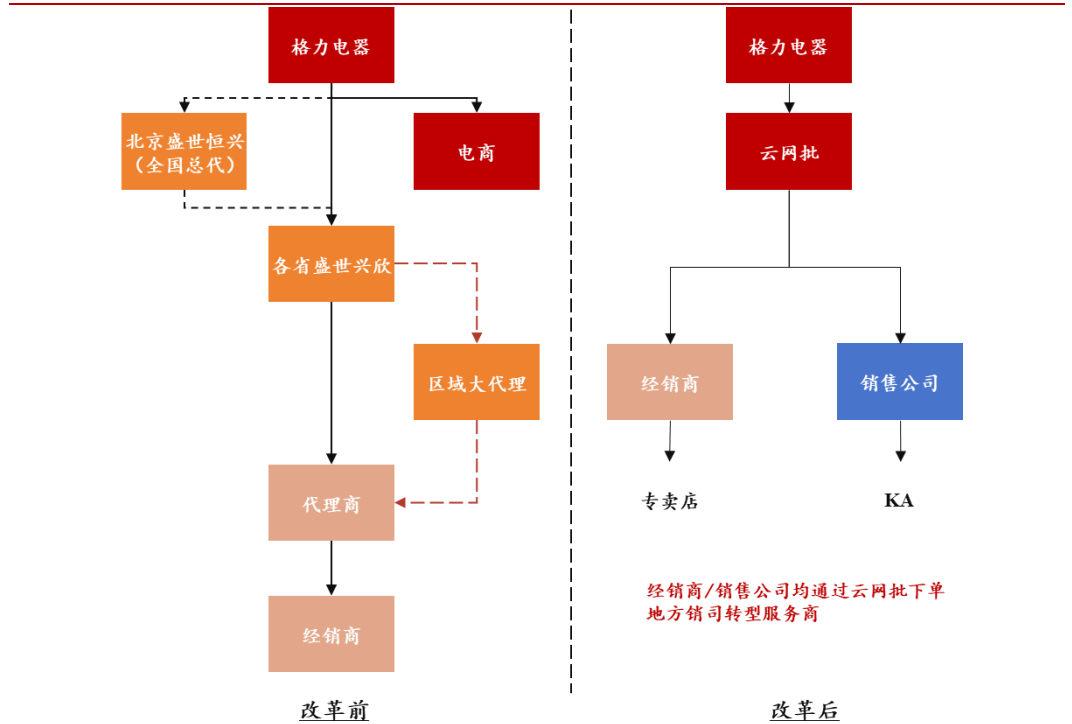
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

3 格力电器：渠道改革走出阵痛期，积极张开工业之臂

3.1 走出渠道改革的动荡阶段，积极拥抱新零售

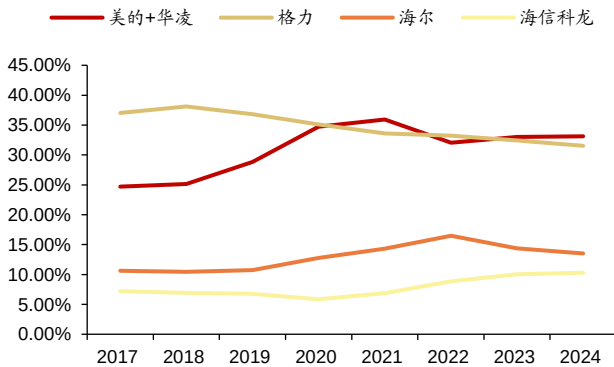
格力渠道改革的阵痛首先体现在人事和渠道层级的调整，随之而来的是线下份额的下降。格力的渠道改革第一阶段为提升线上份额，在 2019-2022 年线上份额提升后进入第二阶段：线下经营提效，其阶段性目标是削减渠道层级，推进线上、线下融合发展。在此过程中，销司的定价权将收回公司，销司仅负责提供安装、售后等服务，总部以佣金形式支付销司服务费用。而经销商直接通过网批平台提货，相当于直接砍掉代理商层级。在过去格力省销司通过 10-15% 的加价率获取利润，而在改革之后，省销司的利润则来源于 2%-4% 的佣金。因此在这个过程中会有两个痛点：1.销司地位和利润下降引起的人员出走；2 是取消代理商层级导致代理商投靠新的竞对，导致自身份额的下降。

图24： 格力线下渠道改革的模式



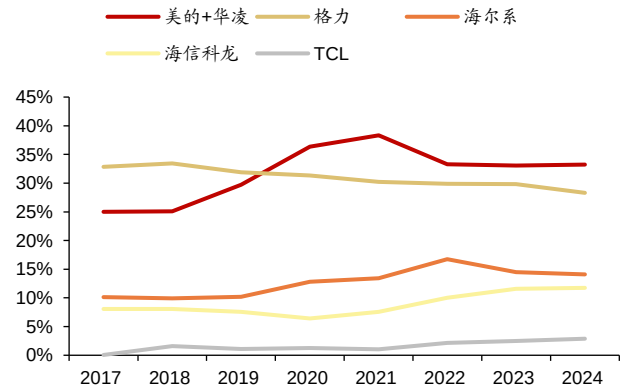
资料来源：企查查，家电网，浙商证券研究所

图25： 2019 年来格力线下销额份额下降，2022 年后基本平稳



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图26： 2019 年来格力线下销量份额下降



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

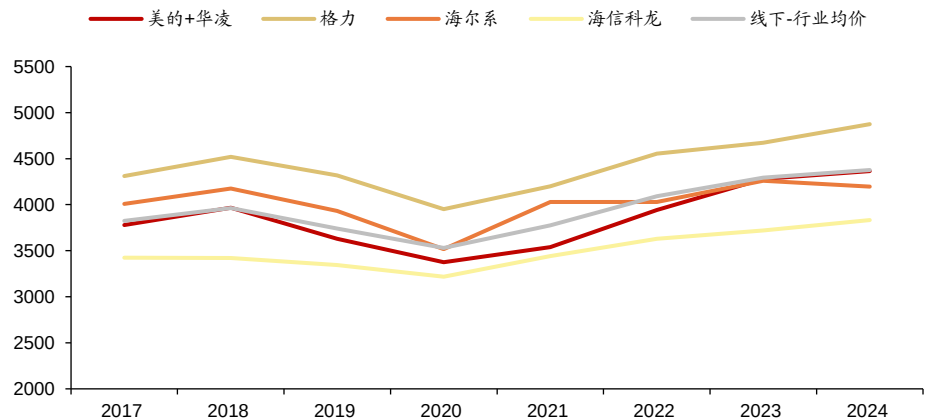
人事上来看，我们认为渠道改革最动荡的时刻已经过去，京海的增持代表着经销商对格力的信心重塑。2019 年渠道改革导致了山东经销商段秀峰的出走，2022 年 6 月代表着经销商利益的“京海担保”（现“京海互联”）宣布减持，2022 年 8 月河北经销商徐自发公开宣布退出格力，转做飞利浦。2019 年以来格力的渠道改革从未止步，但 2023 年来已经基本未发生区域大经销商出走事件，甚至 2022 年下半年段秀峰重回格力，可以认为渠道变革在经销商维度的人事调整已经基本到位。

我们认为，虽然格力在近年来份额承压+渠道改革挤压经销商利润，但始终延续的高于行业的价格和作为龙头的规模对经销商而言，即便低利润率也依然是可观的获利。事实上除了美的和格力双龙头以外，在经济不确定性加剧、我国空调保有量处于高位、外资及中小品牌式微的情况之下，能给予大体量的区域经销商选择其他品牌的空间已经不大，其

沉没成本在加剧，而对格力的依赖度在上升。2019-2024 年来格力逐渐推动区域试点、“温水煮青蛙”的改革模式也降低了经销商对改革的抵抗。预计未来格力传统经销商将趋于稳定。2025 年 3 月京海官宣增持格力，也已经代表着传统经销商层级对格力的信心重塑。

线下份额角度来看，当前格力份额已经企稳，竞争压力趋缓。2019-2022 年渠道变革动荡期，格力线下份额下降较为明显，这一时期格力失去的份额被美的、海尔等瓜分，而 2023 年后格力在线下的量和额份额都已经基本企稳。美的、海尔等竞对的份额则已经进入相对稳定的平台期，甚至略有下滑，唯一形成冲击的可能是近年努力开拓渠道的海信。但考虑到海信的空调和格力的线下价差实际较为明显，经销商在无额外补贴情况下预计利润差距较大，因此我们认为总体上来看对格力的冲击相对有限。

图27： 格力始终维持显著高于行业的均价以应对量跌的冲击，同时和海信之间的价差较为明显，导致经销商也难以切换品牌（元/台）



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

当前格力正在积极进行新零售的尝试，可以对优质赛道上的“龙头”多一些耐心。我们认为格力的渠道改革虽然进入了相对稳定的阶段，但其还没有达成最终的目标：经营提效充分提升盈利能力+重新站上龙一，其变革还在持续深化。再次强调空调是成长动能充足的行业，即便在改革阵痛期丢失份额，格力也没有停止营收和盈利增长。可以对龙头的变革再多一点耐心。近期我们可以看到格力在渠道变革上的新变化包括：

新任总裁牵头成立格力数科，承担销售和物流配送业务，格力物流效率有望提升，对渠道的掌控能力亦有望深化。2024 年下半年开始格力在全国范围内加速成立格力数科分公司，由新任总裁张伟担任法人，经营范围含家用电器销售、家用电器安装服务、日用电器修理、日用家电零售、家用电器零配件销售等。根据潇湘晨报报道，格力数科销售中心项目将为格力产品的销售搭建专用平台，实现生产、销售、配送的一体化管理，提升客户体验的同时，降低经销商的经营成本。而此前担任此项任务的通常为格力体外的“盛世”系，而如果格力数科作为上市公司体内的子公司，能够承担销售和物流的一站式配送业务，则有望提升格力的物流效率，亦进一步提升格力对渠道的掌控能力。

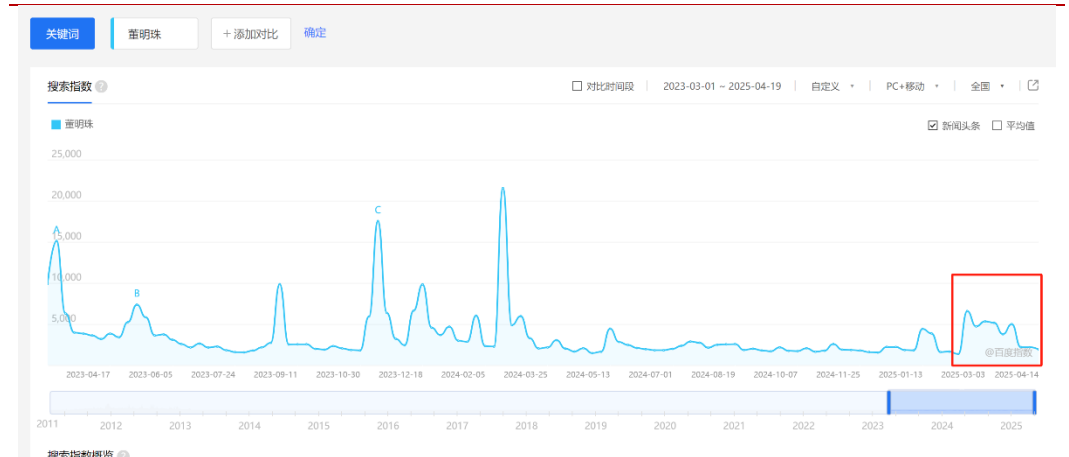
图28： 格力数科和盛世欣兴在经营范围内是一致的，但数科在上市公司体内



资料来源：企查查，浙商证券研究所

积极推进“董明珠健康家”改造，继续利用企业家个人IP为格力家电产品多元化引流。根据百度指数，2024年3月以来董明珠IP的影响力逐渐减弱，但2025年2月13日“董明珠健康家”战略官宣以来，无论争议与否，董明珠IP的流量再次迎来小高峰，实际上为其背后的代表的格力从空调转向多元化产品，从产品转向健康家庭场景的转型战略引流。根据规划，2025年，格力电器计划在全国范围内完成建设3000家“董明珠健康家”，未来“董明珠健康家”店铺有望提升至1万家。根据TopDigital专访，董明珠健康家首先将改造规模较大、线下经营能力强且服务质量高的顶级店面，确保消费者在这些精品店或旗舰店中能体验到最佳的家庭场景和服务质量，并满足更多产品的展示需求。之后再逐步将改造扩展至中小规模的标准店。

图29： 2024年3月以来董明珠IP的影响力在减弱，但董明珠健康家的战略使IP流量迎来小高峰



资料来源：百度指数，浙商证券研究所

积极尝试拥抱年轻人，品牌形象年轻化转型，期待更多产品端的优化。根据TOPDigital 对格力市场总监朱磊的采访，公司对于董明珠这样的个人 IP 与格力品牌的结合，关键的考虑在于如何让董明珠的名字更好地与年轻人建立亲切感，形成更加丰富的连接。公司计划通过直播、社交媒体等平台展示更加亲民的一面，加强与年轻一代的互动，促进品牌的年轻化转型。2025 年 AWE 展会上，格力除了呈现董明珠健康家的全品类家电以外，也采用了“星际家园”这类更贴近年轻群体审美的主题，体现了品牌明确的年轻化转型意图。后续期待产品端“年轻化”“智能化”的进一步落地，驱动品牌形象的持续改善。

图30：格力在 AWE 展会打造了“星际家园”，首次打造“太空格仔”IP 形象，结合“太空舱”的诸多设计元素构建出“未来空间”概念

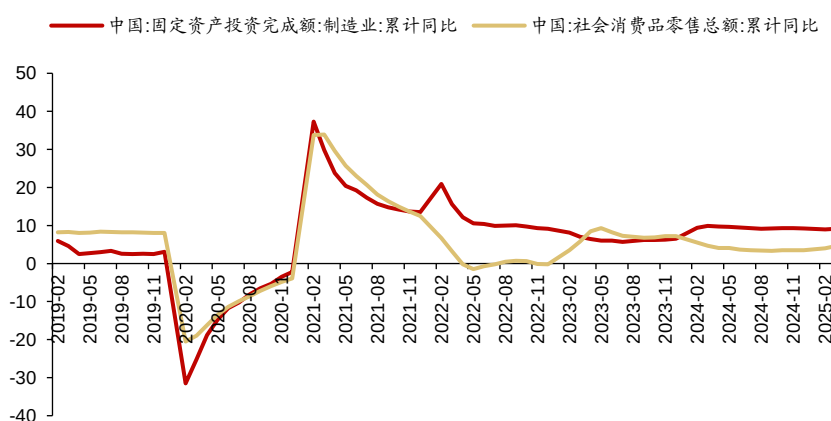


资料来源：AWE 公众号，浙商证券研究所

3.2 工业领域布局广泛，有望充分受益于 B 端增长

当前是制造业的时代，B 端相比 C 端更具成长性。2022 年开始我国制造业固定资产投资总额的累计同比增速持续跑赢社会消费品零售总额增速，制造业当前还处于资本开支的高峰期，相较消费更具成长性。

图31：2022 年开始我国制造业固定资产投资总额的累计同比增速持续跑赢社会消费品零售总额增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

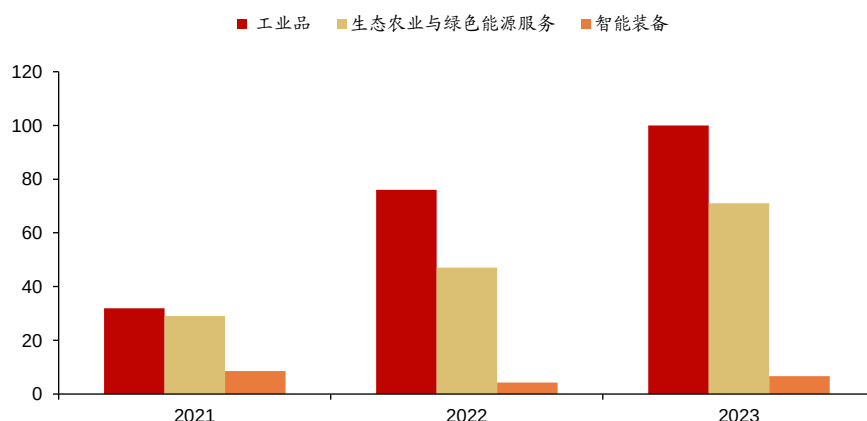
格力的工业领域的布局全面，有望充分受益。格力在工业领域覆盖高端装备、精密模具、冷冻冷藏设备、电机、压缩机、电容、半导体器件、精密铸造、基础材料、工业储能、再生资源等，拥有从零件到装备到终端产品以及再生资源的完整链条。2021-2023 年格力工业领域总营收从 70 亿提升至 178 亿元，2021-2023CAGR+60%。

表6: 公司重点布局的工业板块业务简介

工业板块	业务简介
压缩机板块	5 大压缩机生产基地, 已有 C39/C44/C48/C49/C55/C63 等 16 个系列, 涵盖定频、直流变频、不同电源、不同工质、双转子、涡旋式等 1000 多个型号高效节能环保产品, 应用范围覆盖家用、商用、车载、冷冻冷藏、除湿采暖等多个空调领域, 双级增焓压缩机、三缸双级变容压缩机等领域的产品技术均位列行业前沿。
电机板块	公司已推出 5 个大类, 24 个系列、1,000 多个品种规格等电机产品, 拥有国家专利 2,286 件, 主要应用于家用电器、纯电动汽车、智能装备、高效工业以及暖通设备等领域
电线电缆	公司推出大规格漆包扁线, 产品成功应用于变压器、逆变器、风电、光伏等领域; 推出 155、180、200 级等系列产品, 涉及 EI/AI/SB、UE/SB、EI/SB 等品种, 自粘温度覆盖 150~230℃; 开发汽车领域用电线新产品, 并通过 IATF16949 体系认证。
电容器	公司在电解液降本、薄膜电容器新能源产品和智能功率模块方面持续实现技术突破。
制冷配件板块	盾安环境聚焦制冷主业, 产品系列覆盖 HVAC&R 全行业, 全面配套家用空调、商用空调、空气源热泵、冷冻冷藏、新能源汽车热管理等细分领域。2023 年, 盾安环境截止阀市场占有率全球第一, 四通阀位列全球第二, 电子膨胀阀位列全球第二。
精密模具板块	格力精密模具取得多项技术突破, 颠覆传统手动粘贴密封圈方式的新能源大型双色模技术, 提升液流储能电池堆生产效率一倍以上; 圆铆点直条铁芯高冲模技术将材料利用率由 5%提升至 65%; 通过切削工艺参数优化技术, 可实现球头刀精加工参数切削效率提升 37%~42%、圆鼻刀精加工参数切削效率提升 23%~28%。
智能装备	产品涵盖工业机器人、数控机床、智能物流仓储、工业自动化四大领域, 应用到家电、新能源、汽车、3C 等多个领域
再生资源	公司全面整合 30 个区域销售网络、2 万家销售门店、3 万家服务网点, 为用户提供“送拆装”一体化服务, 旧机 100%系统可追溯, 进入规范回收拆解工厂, 实现资源循环再生。
半导体板块	公司已开发了包括 MCU、AIoTSoC 和功率半导体等系列产品, 可用于家电、消费电子、新能源、智能装备等领域

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图32: 2021-2023 年格力工业领域收入 CAGR+60% (亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

预计 2025-2027 年公司消费电器业务营业收入分别为 1569/1625/1679 亿元, 同比 +5.6%/+3.6%/+3.3%。主要受益于公司空调业务的平稳拓展, 以及消费电器多元化的较快增长。

预计 2025-2027 年公司工业制品及绿色能源营业收入分别为 187/201/213 亿元, 同比 +8.4%/+7.4%/+6.2%。

预计 2025-2027 年公司营业收入 2001/2083/2168 亿元, 同比分别 +5.8%、+4.1%、+4.1%。

看好渠道改革持续显效，经营管理能力进一步提升，驱动公司盈利能力优化，预计2025-2027年公司归母净利率持续提升。对应预计公司2025-2027年归母净利润355/383/410亿元，同比+10.3%/+8.0%/+6.8%。

表7：公司盈利预测拆分简表

亿元，%	2024A	2025E	2026E	2027E
消费电器营业收入	1485.60	1568.58	1625.22	1678.51
同比增速（%）	-4.29%	5.59%	3.61%	3.28%
工业制品及绿色能源营业收入	172.46	186.90	200.70	213.23
同比增速（%）	0.80%	8.37%	7.38%	6.25%
智能装备营业收入	4.24	5.94	3.86	5.40
同比增速（%）	-36.68%	40.00%	-35.00%	40.00%
营业收入	1891.64	2001.20	2083.16	2168.20
同比增速（%）	-7.26%	5.79%	4.10%	4.08%
归母净利润	321.85	355.07	383.43	409.69
同比增速（%）	10.91%	10.32%	7.99%	6.85%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司是我国知名空调龙头，多元化+公司治理改善赋能新一轮业绩增长。选取家电龙头美的集团、海尔智家作为可比公司，截至2025年5月23日，可比公司对应2025年平均PE为12.7X，而公司当前估值仅为7.3X，具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：可比公司估值表（截至5月23日）

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000333.SZ	美的集团	6,051	385.37	433.06	473.47	515.62	15.70	13.97	12.78	11.74
600690.SH	海尔智家	2,417	187.41	212.65	236.64	261.40	12.90	11.37	10.21	9.25
	平均						14.30	12.67	11.50	10.49
000651.SZ	格力电器	2,608	321.85	355.07	383.43	409.69	8.10	7.35	6.80	6.37

注：其他公司盈利预测来自Wind一致预期

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 风险提示

原材料成本波动超预期。2020-2021 期间公司经历由于原材料价格上涨导致的业绩承压，如果原材料价格在未来持续上涨，则有可能影响公司业绩。

下游需求不及预期。尽管国补延续有望支撑下游需求，但空调行业如果下游需求不及预期，可能导致竞争加剧，导致企业产品量减和均价走低。

市场竞争超预期。2025 年空调行业价格竞争有加剧趋势，可能会影响公司市占率、均价、毛利率等，如果超预期，可能会影响公司盈利能力。

表附录：三大报表预测值
资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	224803	249594	271430	292881
现金	113900	136295	156909	176899
交易性金融资产	16548	16548	16548	16548
应收账款	16832	17019	17203	17612
其它应收款	865	852	888	947
预付账款	1530	2156	2157	2090
存货	27911	29507	30509	31569
其他	47216	47216	47216	47216
非流动资产	143229	142516	140903	139804
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	4356	4356	4356	4356
固定资产	36987	37145	36809	36729
无形资产	10439	10182	9395	8769
在建工程	3076	2461	1969	1575
其他	88371	88372	88374	88375
资产总计	368032	392110	412334	432686
流动负债	201125	206072	208571	211022
短期借款	39010	39010	39010	39010
应付款项	61570	65092	67302	69640
预收账款	0	0	0	0
其他	100546	101971	102260	102372
非流动负债	25393	25240	25405	25346
长期借款	18230	18230	18230	18230
其他	7163	7011	7175	7116
负债合计	226518	231313	233976	236368
少数股东权益	4097	4303	4525	4762
归属母公司股东权益	137417	156495	173833	191556
负债和股东权益	368032	392110	412334	432686

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	29369	36957	39070	41307
净利润	32371	35712	38565	41206
折旧摊销	5257	2822	2982	3117
财务费用	(3300)	(3413)	(3357)	(3385)
投资损失	(560)	(560)	(560)	(560)
营运资金变动	(595)	3344	1753	1693
其它	(3803)	(948)	(313)	(764)
投资活动现金流	(15558)	(1548)	(808)	(1456)
资本支出	526	(1934)	(1704)	(2200)
长期投资	302	0	0	0
其他	(16386)	386	897	744
筹资活动现金流	(23703)	(13015)	(17648)	(19861)
短期借款	12566	0	0	0
长期借款	(20806)	0	0	0
其他	(15463)	(13015)	(17648)	(19861)
现金净增加额	(9892)	22395	20614	19990

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	189164	200120	208316	216820
营业成本	133496	141132	145923	150994
营业税金及附加	1799	1903	1981	2062
营业费用	9753	9678	9657	9835
管理费用	6058	5803	6041	6288
研发费用	6904	6704	6770	6938
财务费用	(3300)	(3413)	(3357)	(3385)
资产减值损失	1209	901	458	325
公允价值变动损益	(274)	82	(96)	(7)
投资净收益	560	560	560	560
其他经营收益	2742	2742	2742	2742
营业利润	36988	40797	44048	47058
营业外收支	(92)	(92)	(92)	(92)
利润总额	36896	40704	43956	46966
所得税	4525	4992	5391	5760
净利润	32371	35712	38565	41206
少数股东损益	186	206	222	237
归属母公司净利润	32185	35507	38343	40969
EBITDA	43489	45629	48718	51558
EPS（最新摊薄）	5.75	6.34	6.85	7.31

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-7.26%	5.79%	4.10%	4.08%
营业利润	12.55%	10.30%	7.97%	6.83%
归属母公司净利润	10.91%	10.32%	7.99%	6.85%
获利能力				
毛利率	29.43%	29.48%	29.95%	30.36%
净利率	17.11%	17.85%	18.51%	19.00%
ROE	24.55%	23.49%	22.61%	21.87%
ROIC	15.88%	16.31%	16.21%	16.02%
偿债能力				
资产负债率	61.55%	58.99%	56.74%	54.63%
净负债比率	32.15%	31.48%	31.12%	30.81%
流动比率	1.12	1.21	1.30	1.39
速动比率	0.98	1.07	1.16	1.24
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.53	0.52	0.51
应收账款周转率	11.49	11.55	11.46	11.46
应付账款周转率	3.03	2.91	2.88	2.88
每股指标(元)				
每股收益	5.75	6.34	6.85	7.31
每股经营现金	5.24	6.60	6.98	7.37
每股净资产	24.53	27.94	31.03	34.20
估值比率				
P/E	8.10	7.35	6.80	6.37
P/B	1.90	1.67	1.50	1.36
EV/EBITDA	4.64	4.08	3.40	2.83

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2.增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3.中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>