

# 惠而浦 (600983.SH)

## 格兰仕赋能+惠而浦集团订单开拓，持续增长可期

➤ **公司概况：格兰仕控股，收入及业绩大幅改善。**

格兰仕入主全面接管，营收利润弹性持续释放。惠而浦的发展历程贯穿股权结构优化、品牌资源整合与产品技术迭代，股权结构和管理层在格兰仕入主前后发生了较大变化，入主前公司以惠而浦集团为核心；在入主之后，格兰仕则全方位接管了惠而浦的管理工作。自2024年起公司的营收筑底大幅回升，盈利弹性持续释放。

➤ **复盘：格兰仕全球微波炉龙头，入主惠而浦解决同业竞争。**

格兰仕微波炉全球市占率第一，入主惠而浦解决同业竞争问题。格兰仕集团作为全球微波炉行业龙头，历经三代传承三次飞跃，三代人分别完成了奠基与规模化、多元化与品牌化、以及科技化与全球资本化的战略跨越，2024年集团总营收628亿元（同比增长12.3%），其中微波炉业务营收408.2亿元，凭借47%的全球市占率稳居第一。格兰仕在早年也曾想直接上市，但在多重原因下最终转变为收购惠而浦，并于2025年12月解决同业竞争问题。

➤ **如何看待惠而浦内功修炼及股东赋能展望？**

**内功修炼：产品结构提升+供应链变革降本增效。**生活电器和洗衣机为基本盘业务，各品类毛利率稳步提升；2024年外销占比94%，外销毛利率2021年起持续提升。自确立收购事项起，惠而浦的员工总人数明显下降，后续人员数量不断精简，人均创收也逐年攀升，至2024年员工人数精简至2751人，人均创收为132.66万元。惠而浦各品类成本呈现优化态势。

**格兰仕赋能+惠而浦集团订单持续开拓，2026年有望稳增。**公司的第二大股东惠而浦集团是公司的大客户，2023/2024年在公司总收入占比分别为61%/73%，占比持续提升。但公司向惠而浦销售的金额在其总采购占比中并不高，2023/2024年仅为2%/3%，我们认为考虑到惠而浦集团近年来财务表现较为稳定，中国制造业优势突出，随着合作的不断加深，或有望向公司释放更多订单。大股东格兰仕微波炉业务扎实，在零部件原材料方面的供应有望带动盈利能力改善。

**盈利预测与投资建议：**公司承接惠而浦集团订单+日本、东南亚地区OEM增量释放+格兰仕入主后降本增效+同业竞争落地格兰仕诉求变化，未来增长可期。我们预计公司2025-2027年实现归母净利润5.05/6.16/7.43亿元，同比增长150.5%/21.8%/20.7%，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，订单落地不及预期，原材料价格波动风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,004				6,454
增长率 yoy (%)	-6.1	-8.8	22.1	21.1	19.7
归母净利润（百万元）	81	202	505	616	743
增长率 yoy (%)	190.4	148.7	150.5	21.8	20.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.11	0.26	0.66	0.80	0.97
净资产收益率 (%)	3.2	7.5	19.3	24.0	29.9
P/E (倍)	102.4	41.2	16.4	13.5	11.2
P/B (倍)	3.3	3.1	3.2	3.2	3.3

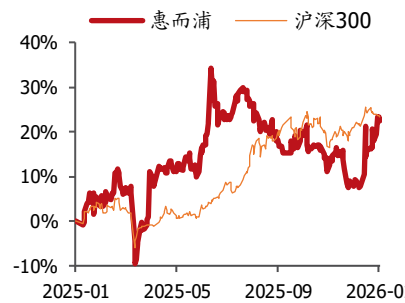
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年01月23日收盘价

### 买入（首次）

#### 股票信息

行业	白色家电
01月23日收盘价（元）	10.84
总市值（百万元）	8,308.20
总股本（百万股）	766.44
其中自由流通股（%）	100.00
30日日均成交量（百万股）	6.68

#### 股价走势



#### 作者

**分析师 徐程颖**  
执业证书编号：S0680521080001  
邮箱：xuchengying@gszq.com

**分析师 陈思琪**  
执业证书编号：S0680524070002  
邮箱：chensiqi@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	3519	3617	3684	4175	4657
现金	1288	1317	1172	1136	935
应收票据及应收账款	1374	1671	1791	2169	2722
其他应收款	8	5	9	10	12
预付账款	43	40	41	54	64
存货	486	478	472	577	658
其他流动资产	321	105	199	229	266
<b>非流动资产</b>	1728	1628	1797	1902	1974
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1130	1087	1097	1107	1112
无形资产	257	244	284	333	360
其他非流动资产	341	297	416	462	501
<b>资产总计</b>	5247	5245	5481	6076	6631
<b>流动负债</b>	2620	2501	2788	3445	4075
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2214	2134	2340	2917	3456
其他流动负债	406	367	448	528	619
<b>非流动负债</b>	97	68	70	70	70
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	97	68	70	70	70
<b>负债合计</b>	2717	2570	2858	3516	4146
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	766	766	766	766	766
资本公积	1223	1223	1223	1223	1223
留存收益	538	679	624	562	487
归属母公司股东权益	2531	2675	2623	2561	2485
<b>负债和股东权益</b>	5247	5245	5481	6076	6631

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	61	-57	706	893	861
净利润	81	202	505	616	743
折旧摊销	132	133	130	148	172
财务费用	-7	-7	0	0	0
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-191	-415	42	103	-87
其他经营现金流	46	31	29	27	32
<b>投资活动现金流</b>	-353	147	-299	-251	-243
资本支出	-72	-44	-310	-251	-243
长期投资	-200	200	0	0	0
其他投资现金流	-82	-8	11	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-551	-64	-549	-678	-818
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-551	-64	-549	-678	-818
<b>现金净增加额</b>	-838	29	-145	-36	-200

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	4004	3649	4455	5394	6454
营业成本	3373	3070	3668	4399	5193
营业税金及附加	32	26	35	41	49
营业费用	240	93	49	71	87
管理费用	111	111	74	73	87
研发费用	169	159	155	198	237
财务费用	-71	-78	-26	-19	-18
资产减值损失	-14	-48	-34	-32	-38
其他收益	24	26	76	80	57
公允价值变动收益	-56	-5	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	106	248	548	683	844
营业外收入	10	2	11	8	7
营业外支出	7	4	10	7	7
<b>利润总额</b>	109	246	549	684	844
所得税	28	44	44	68	101
<b>净利润</b>	81	202	505	616	743
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	81	202	505	616	743
EBITDA	223	307	653	813	999
EPS (元/股)	0.11	0.26	0.66	0.80	0.97

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-6.1	-8.8	22.1	21.1	19.7
营业利润(%)	189.1	132.8	121.3	24.6	23.6
归属母公司净利润(%)	190.4	148.7	150.5	21.8	20.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	15.7	15.9	17.7	18.4	19.5
净利率(%)	2.0	5.5	11.3	11.4	11.5
ROE(%)	3.2	7.5	19.3	24.0	29.9
ROIC(%)	2.7	5.3	18.2	23.2	29.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.8	49.0	52.1	57.9	62.5
净负债比率(%)	-50.3	-48.5	-43.8	-43.5	-36.8
流动比率	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1
速动比率	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	3.2	2.4	2.6	2.7	2.6
应付账款周转率	3.2	2.7	3.1	3.3	3.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.26	0.66	0.80	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	-0.07	0.92	1.17	1.12
每股净资产(最新摊薄)	3.30	3.49	3.42	3.34	3.24
<b>估值比率</b>					
P/E	102.4	41.2	16.4	13.5	11.2
P/B	3.3	3.1	3.2	3.2	3.3
EV/EBITDA	24.9	18.8	11.0	8.8	7.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 23 日收盘价

## 内容目录

1.公司概况：格兰仕控股，收入及业绩大幅改善 .....	5
1.1 发展历程：多次股权变革，深耕家电领域 .....	5
1.2 股权结构及管理层：格兰仕系实现股权及管理的全方位接管 .....	6
1.3 财务分析：收入底部企稳，盈利弹性持续释放 .....	8
2.复盘：格兰仕全球微波炉龙头，入主惠而浦解决同业竞争 .....	11
2.1 格兰仕：全球微波炉行业龙头，三代传承三次飞跃 .....	11
2.2 格兰仕收购惠而浦，解决同业竞争问题 .....	13
3.如何看待惠而浦内功修炼及股东赋能展望？ .....	17
3.1 内功修炼：产品结构提升+供应链变革降本增效 .....	17
3.2 展望：格兰仕赋能+惠而浦集团订单持续开拓，2026 年有望稳增长 .....	20
4.盈利预测与投资建议 .....	23
4.1 盈利预测 .....	23
4.2 投资建议 .....	25
风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1: 公司主要发展历程 .....	5
图表 2: 惠而浦（中国）股权结构——格兰仕入主前（截至 2020 年年报） .....	6
图表 3: 惠而浦（中国）股权结构——格兰仕入主后（截至 2025 年三季报） .....	6
图表 4: 惠而浦（中国）主要管理层人员——格兰仕入主前 .....	7
图表 5: 惠而浦（中国）主要管理层人员——格兰仕入主后 .....	8
图表 6: 2022 年-2025 年 Q1-Q3 营业收入及同比增速（百万元） .....	9
图表 7: 2022 年-2025 年 Q1-Q3 归母净利润及同比增速（百万元） .....	9
图表 8: 2024Q1-2025Q3 逐季营业收入及同比增速（百万元） .....	9
图表 9: 2024Q1-2025Q3 逐季归母净利润及同比增速（百万元） .....	9
图表 10: 2022 年-2025 年 Q1-Q3 毛利率及净利率 .....	10
图表 11: 2022 年-2025 年 Q1-Q3 期间费用率 .....	10
图表 12: 格兰仕企业情况 .....	12
图表 13: 格兰仕家族情况一览 .....	13
图表 14: 格兰仕集团上市努力情况 .....	14
图表 15: 格兰仕收购惠而浦交易细节 .....	15
图表 16: 惠而浦的同业竞争落地解决方式 .....	16
图表 17: 格兰仕家用电器公司财务与其洗衣机资产经营状况一览 .....	16
图表 18: 2020-2024 年惠而浦产品结构（万元） .....	17
图表 19: 2020-2024 年惠而浦分品类毛利率 .....	17
图表 20: 2020-2024 年惠而浦分区域结构（万元） .....	17
图表 21: 2020-2024 年惠而浦分区域毛利率 .....	17
图表 22: 2017-2024 年惠而浦分产品销量（万台）及同比增速 .....	18
图表 23: 2017-2024 年惠而浦分产品均价（元/台）及同比增速 .....	18
图表 24: 惠而浦分品类销量及产量对比（万台） .....	18
图表 25: 2017-2024 年惠而浦员工人数 .....	19
图表 26: 2017-2024 年惠而浦人均创收及人均创利 .....	19
图表 27: 2019-2024 年惠而浦分品类单台成本（元/台） .....	19
图表 28: 2019-2024 年生活电器成本结构（亿元） .....	19
图表 29: 2019-2024 年洗衣机成本结构（亿元） .....	20
图表 30: 2019-2024 年冰箱成本结构（亿元） .....	20
图表 31: 公司 2021-2024 年生活电器业务毛利率逐年攀升 .....	21
图表 32: 2017-2024 年公司与惠而浦集团关联交易金额及占比 .....	21
图表 33: 惠而浦中国与惠而浦集团关联交易情况 .....	22

图表 34: 公司分红率不断提升 .....	22
图表 35: 分产品收入预测一览 (百万元) .....	24
图表 36: 公司费率预测 (%) .....	25
图表 37: 惠而浦 PE-PB Band .....	25
图表 38: 可比公司归母净利润 (亿元) 及 PE 估值 .....	26

## 1.公司概况：格兰仕控股，收入及业绩大幅改善

### 1.1 发展历程：多次股权变革，深耕家电领域

惠而浦的发展历程贯穿股权结构优化、品牌资源整合与产品技术迭代。其前身为1994年成立的合肥荣事达三洋电器股份有限公司，历经合资初创、外资入股、民企控股三大阶段，逐步形成多品牌、全品类的家电布局。

#### （1）合资初创阶段（1994-2013年）

在此阶段，公司由荣事达与三洋电机合资设立，引进核心技术研发创新产品，2004年登陆上交所成为家电行业首家合资上市公司。期间推出“帝度”自主品牌，获得荣事达商标使用权，奠定多品牌运营基础。

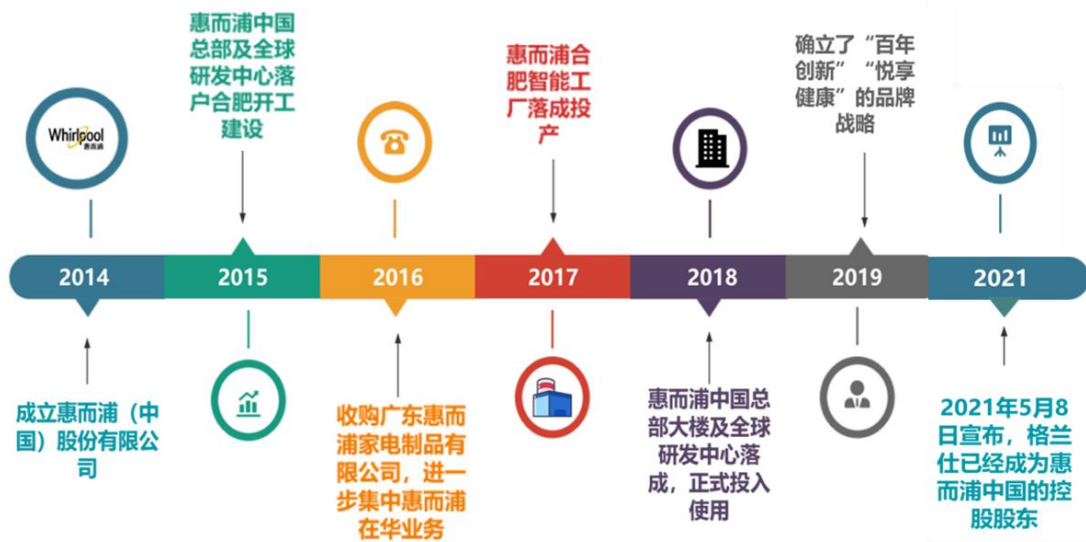
#### （2）外资控股阶段（2014-2020年）

2014年，惠而浦集团收购51%股权并更名，引入全球技术资源与高端产品理念，产品线拓展至冰箱、洗碗机等全品类，聚焦洗衣和厨房解决方案，荣获“‘十三五’中国十大洗衣机出口企业”等荣誉。

#### （3）民企控股阶段（2021年至今）

2021年，格兰仕集团接手51%股权成为控股股东，整合资源与技术优势。作为高新技术企业，公司斩获“全国轻工业先进集体”等多项荣誉，旗下拥有惠而浦、帝度品牌。

图表1：公司主要发展历程



资料来源：惠而浦（中国）官网，国盛证券研究所

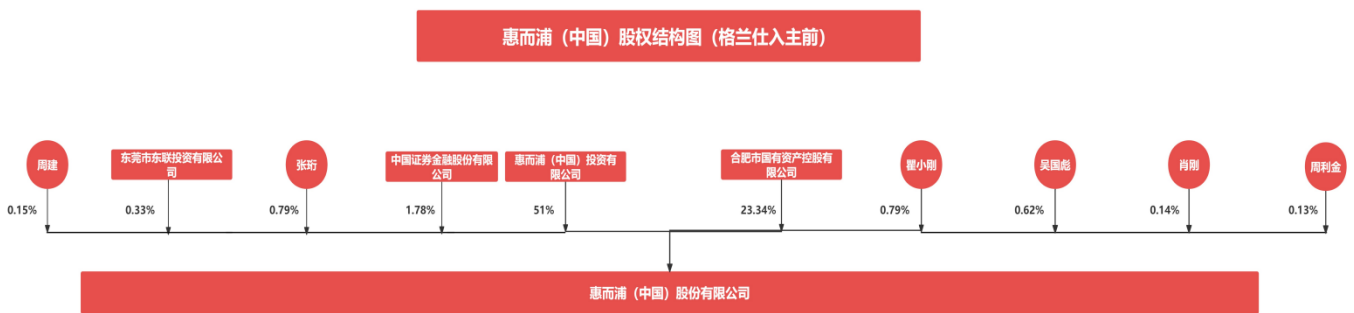
## 1.2 股权结构及管理层：格兰仕系实现股权及管理的全方位接管

公司的股权结构和管理层在格兰仕入主前后发生了较大变化，入主前公司以惠而浦（中国）投资有限公司为核心；在入主之后，格兰仕则全方位接管了惠而浦的管理工作。

➤ 股权结构：入主前由惠而浦（中国）投资有限公司主导，入主后由格兰仕绝对控股。

格兰仕入主前：惠而浦（中国）投资有限公司作为第一大股东持股 **51%**。以 2020 年为例，惠而浦的第一大股东为惠而浦（中国）投资有限公司，持股比例达 51%，第二大股东为合肥市国资委，持股比例为 23.34%，其余中小股东持股较为分散。

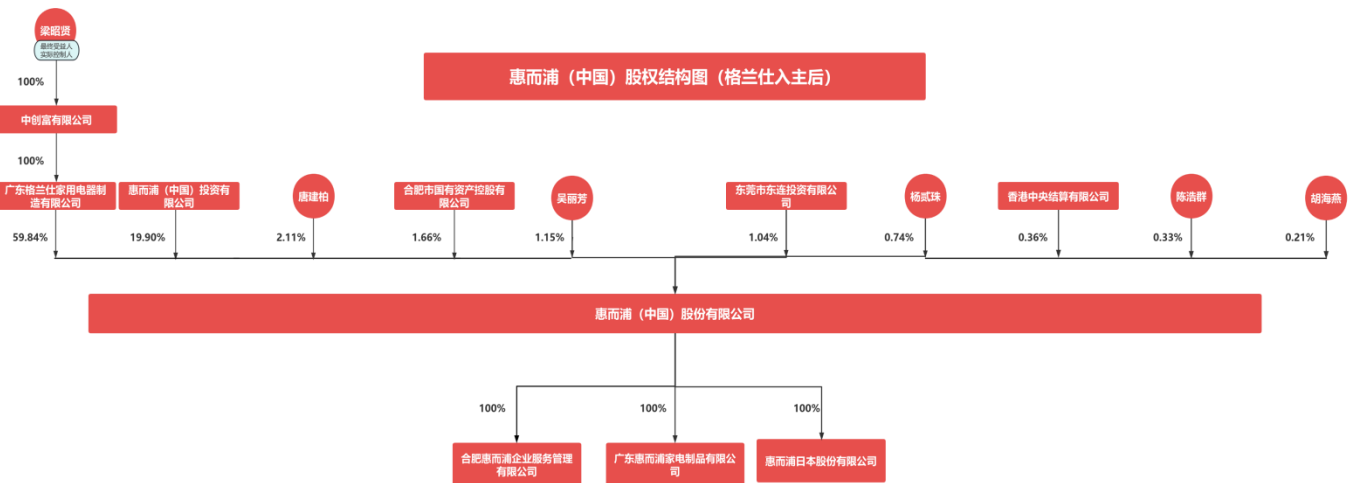
图表2：惠而浦（中国）股权结构——格兰仕入主前（截至 2020 年年报）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

格兰仕入主后：格兰仕作为第一大股东持股 **59.84%**，惠而浦（中国）投资有限公司为公司的二股东（持股比例 **19.90%**）。截至 2025 年三季报，格兰仕持股比例 59.84%，是公司的第一大股东；惠而浦（中国）投资有限公司持股 19.90%，是公司的第二大股东，具有重要战略意义，为公司保留了与国际品牌资源协同的可能性；合肥市国资委的持股比例则进一步下降至 1.66%。

图表3：惠而浦（中国）股权结构——格兰仕入主后（截至 2025 年三季报）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **管理层：惠而浦（中国）投资有限公司系高管 2021 年集中离任，新任高管以格兰仕系为主。**

**格兰仕入主前：管理层多数具备外资品牌、合肥市政府背景，并于格兰仕入主后集中离任。**在格兰仕入主前，吴胜波担任公司董事长，艾小明担任总裁，雍凤山为公司的副董事长，其中吴总和艾总均曾经在欧司朗任职，雍总则历任合肥市工业投资、产业投资有限公司的高管。公司的相关董监高基本在格兰仕入主之后产生职位调整，继而离开公司。

图表4：惠而浦（中国）主要管理层人员——格兰仕入主前

姓名	职务	主要工作经历	离开惠而浦日期
吴胜波	前董事长/副董事长	曾任欧司朗亚太区总裁，惠而浦集团全球执委，亚太区总裁，惠而浦（中国）投资有限公司法定代表人、董事长，惠而浦（中国）董事长。	2022/9/18
雍凤山	副董事长	任合肥市工业投资控股有限公司党委书记、总经理，董事长；曾任合肥市产业投资控股（集团）有限公司董事长、党委书记。曾任惠而浦（中国）副董事长。	2021/5/21
艾小明	总裁、董事	曾任施耐德电气中国副总裁、欧司朗（中国）照明有限公司中国区首席执行官、杭州佐帕斯工业有限公司亚太区董事总经理，惠而浦（中国）法定代表人、总裁、董事。	2021/5/6
侯松容	董事	曾任康佳集团股份有限公司（SZ000016）总裁、董事长，华侨城（亚洲）控股有限公司（HK3366）董事局主席，华侨城股份有限公司（SZ000069）总裁，上海广电电气（集团）股份有限公司董事长，惠而浦（中国）董事，深圳云杉科技集团董事长。	2021/5/21
吕巍	董事	曾任上海交通大学安泰管理学院教授、博士生导师。曾任惠而浦（中国）董事。	2021/5/21
沈校根	董事	曾任合肥市产业投资控股（集团）有限公司董事、副总经理、党委委员。曾任惠而浦（中国）董事。	2021/5/6
杨仁标	董事、党委书记	曾任惠而浦（中国）董事、党委委员、纪委书记，惠而浦（中国）党委书记、工会主席，惠而浦（中国）董事。	2021/5/21
胡红	董事、原监事	曾任（美国）富美实业公司亚太区法律总监，2018年3月就职于惠而浦海外香港有限公司，曾任（美国）惠而浦公司亚太区法律总监，惠而浦（中国）监事。	2021/5/21
蔡志刚	独立董事	曾任职于上海广电电气集团（股份）有限公司，担任执行总裁、董事、上市公司总经理，惠而浦（中国）独立董事；现任上海昂索管理咨询有限公司法定代表人，上海安奕极企业发展有限公司法定代表人、总经理。	2023/12/4
盛伟立	独立董事	曾任霍尼韦尔中国总裁，惠而浦（中国）独立董事；现任百工智联董事长/CEO。	2024/5/20
杨辉	独立董事	中国科学技术大学法律硕士教育中心主任，公共事务学院副教授。曾任惠而浦（中国）独立董事。	2021/5/21
杨模荣	独立董事	合肥工业大学管理学院会计系副教授。曾任惠而浦（中国）独立董事。	2021/5/21
詹达佑	职工监事	曾任华为技术有限公司任拉美账务共享中心财务共享中心部长、深圳总部全球区域资深内部审计经理。2019年3月加入惠而浦（中国），曾任内部审计总监，职工监事。	2021/8/7
赵进	职工监事	曾任博世力士乐（西安）电子传动与控制有限公司产品管理部任产品市场经理、杭州佐帕斯工业有限公司业务发展及市场经理、惠而浦（中国）战略市场部总监，职工监事。	2021/8/7
方斌	董事会秘书	曾任惠而浦（中国）董事会秘书。	2021/8/2
吴存宏	副总裁	曾任惠而浦（中国）副总裁。	2021/5/21
韦刚	副总裁	历任惠而浦（中国）战略发展总监、人力资源总监、惠而浦（中国）职工监事、公司制造中心负责人，副总裁。	2021/8/2
郭倩	副总裁	曾任夏普商贸（中国）有限公司担任华中大区总经理、乐金电子（中国）有限公司担任营业副总裁、艾欧史密斯（中国）热水器有限公司担任家用销售大客户项目总监、乐融致新（北京）电子科技有限公司担任TV事业部CEO；2019年7月加入惠而浦（中国），曾任公司冰洗国内销售部负责人，副总裁。	2021/5/21

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**格兰仕入主后：管理层大多为格兰仕核心人员，新任高管专业背景多元。**当前公司的董事长梁昭贤、总裁梁惠强均为格兰仕核心人员，有助于直接衔接控股股东的供应链、渠道资源；其他管理层则背景较为多元，副董事长法学背景深厚，技术负责人则于2005年就加入惠而浦，深耕产品研发。

图表5: 惠而浦(中国)主要管理层人员——格兰仕入主后

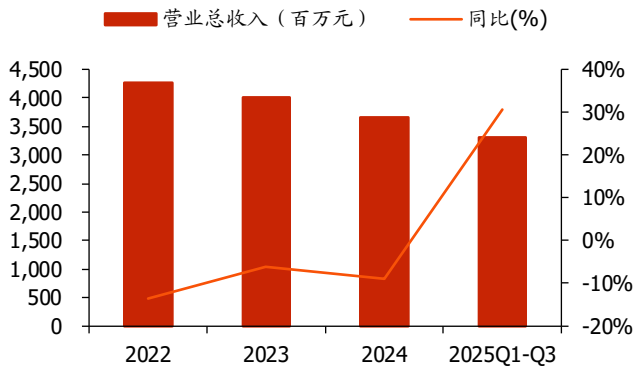
姓名	性别	年龄	职务	履历	薪酬(万元)
梁昭贤	男	63	董事长, 董事长	中国香港籍, 大专学历。1978年9月至今任职于广东格兰仕集团有限公司, 历任副董事长兼常务副总经理、副董事长兼执行总裁; 2018年9月至今任广东格兰仕集团有限公司董事长兼总裁。自2021年5月起任惠而浦(中国)董事长。	-
梁惠强	男	31	总裁, 董事	1995年8月出生, 中国香港籍, 本科学历。2017年6月至今任职于广东格兰仕集团有限公司, 历任研究员、总裁助理, 现任副董事长。自2021年5月起任惠而浦(中国)法定代表人、总裁、董事。	-
Lee Edwards (艾德华)	男	62	副董事长, 董事	1964年12月出生, 美国国籍。1992年毕业于哥伦比亚大学, 法学院法学博士学位。1994年至2021年3月, 任职于谢尔曼-思特灵律师事务所(中国北京), 律师、合伙人、高级顾问; 2023年3月至2024年5月任惠而浦(中国)第八届监事会监事会主席。现任惠而浦(中国)副董事长。	-
杨前春	男	50	董事	1976年5月出生, 中国国籍, 研究生学历, 高级会计师。2001年11月至今任职于广东格兰仕集团有限公司, 历任财务分析专员、财务部副部长, 现任监事、工会主席、财务中心副主任、董事会秘书。自2021年5月起任惠而浦(中国)董事。	-
梁翠玲	女	63	董事	1963年6月出生, 中国国籍, 大专学历, 初级会计师。1979年11月起任职于广东格兰仕集团有限公司, 从事财务工作, 现任集团公司副总裁兼首席财务官。自2022年5月起任惠而浦(中国)董事。	-
王红强	男	45	董事, 技术负责人	1981年3月出生, 中国国籍, 本科学历。2005年7月加入惠而浦(中国)股份有限公司, 历任滚筒技术部经理、洗衣机技术部总监、产品研发中心总监、高级总监, 2022年8月起任产品研发中心副总裁(技术负责人), 自2023年11月起任惠而浦(中国)董事。	115.2
冯熙文	男	35	董事	1991年2月出生, 中国国籍, 本科学历, 中级会计师。2014年7月至2017年1月任职于广东天华粤咨咨询有限公司, 担任审计专员; 2017年2月起, 任职于广东格兰仕集团有限公司, 现任财务分析副科长。自2024年5月起任惠而浦(中国)董事。	-
秦雄	男	35	职工董事	1991年11月出生, 中国国籍, 硕士研究生学历, 曾任广东格兰仕集团有限公司总裁办秘书二科副科长; 2021年5月至今, 任本公司总裁办副主任; 2024年5月至2025年12月, 任本公司第九届董事会非独立董事。	44.06
张生	男	56	独立董事	1970年10月生, 中国国籍, 法学博士。2000年7月至2013年2月在中国政法大学历任讲师、副教授、教授, 副院长; 2013年1至2014年11月在北京交通大学法学院任教授, 院长; 2014年11月至今在中国社科院法学研究所历任研究员、研究室主任。现任海南天然橡胶产业集团股份有限公司独立董事。自2022年5月起任惠而浦(中国)独立董事。	12
王泽莹	女	61	独立董事	1965年11月生, 中国国籍, 工商管理硕士, 注册会计师、注册税务师, 历任华云集团任CFO、兴铁资本投资管理有限公司投资总监; 2017年1月起任北京壹馨联合投资管理有限公司资深财务顾问。现任护航科技股份有限公司独立董事、山东旭锐新材股份有限公司(未上市)独立董事。自2021年5月起任惠而浦(中国)独立董事。	12
郭琳玲	女	63	独立董事	1963年5月生, 中国香港籍, 武汉大学和美国哥伦比亚大学法学硕士, 美国纽约州执业律师。2012年至今, 曾任欧文斯科宁(中国)投资有限公司亚太区法务副总监, 现任欧文斯科宁(中国)投资有限公司亚太区法务及政府事务的全球副总监, 华东政法大学知识产权学院兼职教授, 中国国际经济贸易仲裁委员会上海分会(2016年至今)和深圳国际仲裁院(2022年至今)仲裁员。自2023年12月起任惠而浦(中国)独立董事。	12
李正宁	男	46	独立董事	1980年3月生, 中国国籍, 2005年毕业于外交学院国际法专业, 硕士学位。曾任江西金力永磁科技股份有限公司董事、北京东方国信科技股份有限公司独立董事。2009年至今任北京市浩天律师事务所合伙人, 2021年至今任东北电气发展股份有限公司独立董事。	-
王沙	女	38	财务负责人	1988年11月出生, 中国国籍, 本科学历, 中级会计师。王沙女士于2012年3月至2017年9月任职于富士康科技集团, 历任应收管理, 财务分析, 信用管理, 专业科科长等职; 2017年10月至2021年4月任职广东格兰仕集团有限公司, 历任国际会计管理科科长, 财务管理部副部长。2021年5月至今任职于本公司, 曾任本公司监事, 运营财务BP总监。自2024年5月起任本公司财务负责人。	72.72
孙亚萍	女	58	董事会秘书	1968年12月出生, 中共党员, 本科学历。1994年10月加入惠而浦(中国), 历任公司团委副书记、证券办副主任、主任、证券事务代表, 自2023年2月起任惠而浦(中国)董事会秘书。	42.22

资料来源: 巨潮资讯, iFind, Wind, 国盛证券研究所

### 1.3 财务分析: 收入底部企稳, 盈利弹性持续释放

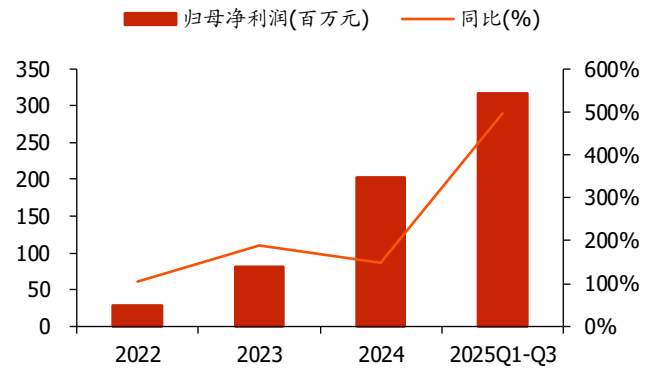
**营收筑底大幅回升, 盈利弹性持续释放。**收入端: 公司收入端在 2024 年触底, 自 2024Q4 起重回增长通道, 2025Q1-3 同比增速 30.61%, 主要系持续深化客户合作, 海外需求旺盛带动订单增长; 盈利端: 公司归母净利润于 2024Q3 开始大幅增长, 后续延续高增态势, 2025Q1-3 同比增长 497%, 主要系积极推进转型与变革, 通过实施精益管理和持续创新, 深入挖掘降本空间, 提升组织效率。

图表6: 2022年-2025年Q1-Q3营业收入及同比增速(百万元)



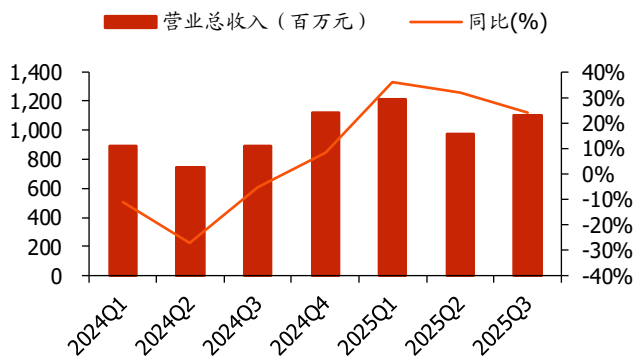
资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表7: 2022年-2025年Q1-Q3归母净利润及同比增速(百万元)



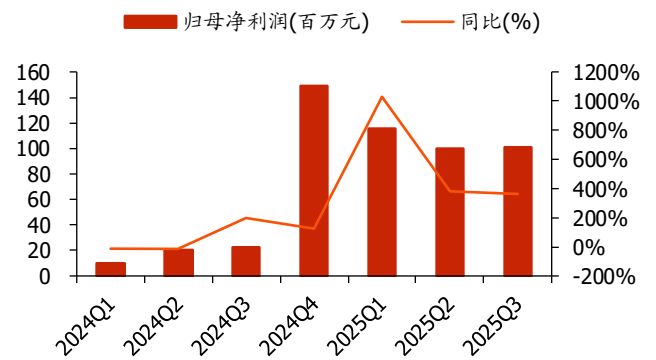
资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表8: 2024Q1-2025Q3逐季营业收入及同比增速(百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

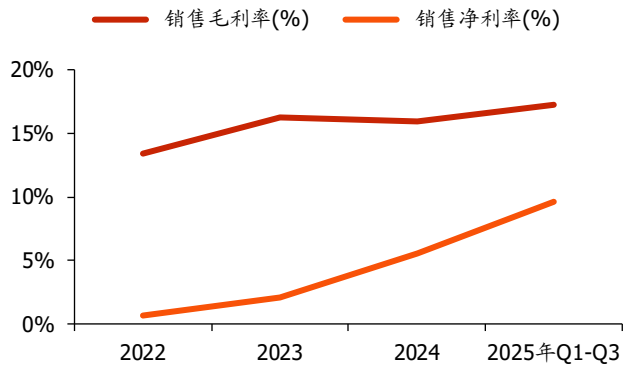
图表9: 2024Q1-2025Q3逐季归母净利润及同比增速(百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

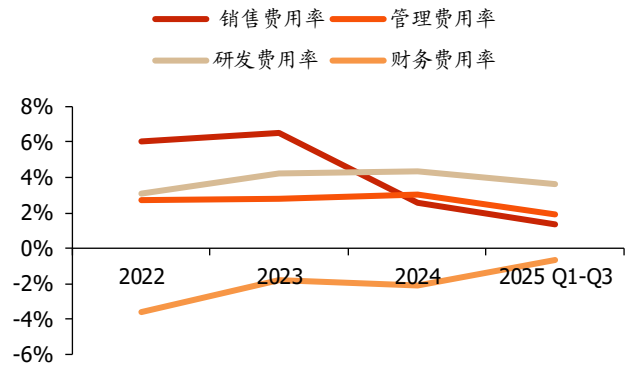
**毛利率稳中有升, 费用率优化明显。**毛利率: 公司的毛利率自2022年13.40%稳步提升至2025Q1-Q3的17.24%, 主要系产品结构优化(北美法式大冰箱订单释放)及供应链效率改善带来的成本控制能力增强; 费用率: 销售费用率下降幅度最大, 从2022年的6.05%下降至2025Q1的3.15%, 主要系内销收入下降带动销售费用投入减少, 财务费率波动不大, 主要受到汇兑因素的影响, 研发及管理费用率也相对稳健。

图表10: 2022年-2025年Q1-Q3毛利率及净利率



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表11: 2022年-2025年Q1-Q3期间费用率



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

## 2. 复盘：格兰仕全球微波炉龙头，入主惠而浦解决同业竞争

格兰仕集团（Galanz）成立于 1978 年，立足中国、服务全球，是全球微波炉行业的龙头。2024 年集团总营收 628 亿元（同比增长 12.3%），其中微波炉业务营收 408.2 亿元，凭借 47% 的全球市占率稳居第一，并获评国家级制造业单项冠军。作为控股惠而浦中国的国际化企业，格兰仕已构建起覆盖 200 个国家和地区的全球业务网络，目前正依托工业 4.0 基地与全产业链核心技术，加速向数字科技型企业转型。

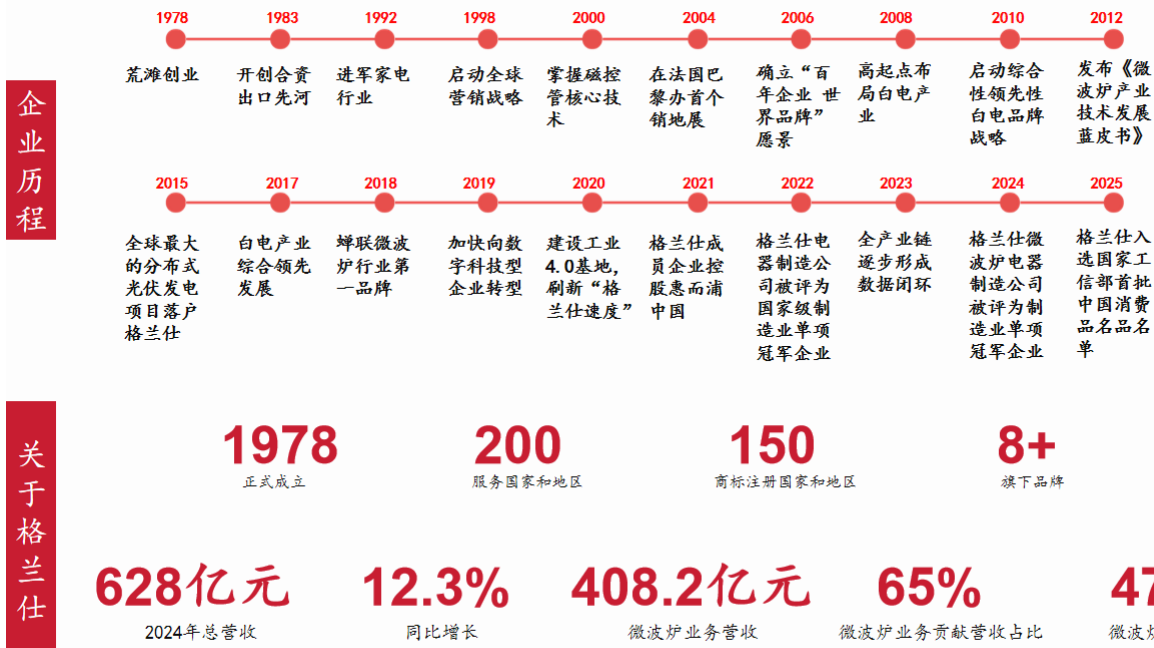
### 2.1 格兰仕：全球微波炉行业龙头，三代传承三次飞跃

格兰仕四十余年的企业发展历程可以概括为一部从“乡镇羽绒厂”到“全球微波炉霸主”，再到“科技型综合家电企业”的转型史。这一历程伴随着梁氏家族三代人的接力，呈现出鲜明的阶段性特征：

- **第一阶段（1978 年-1992 年）**：格兰仕的前身是梁庆德于 1978 年在顺德桂洲创立的“桂洲羽绒制品厂”。在这一时期，企业依靠收购鸡鸭鹅毛加工成羽绒产品，完成了早期的资本原始积累，不仅做到了全中国第一，还打入了国际市场。然而，面对 90 年代初纺织业向东南亚转移的趋势以及国内劳动力成本上升的压力，梁庆德敏锐地察觉到产业天花板。1992 年，借着邓小平南巡的春风，梁庆德在考察日本市场后，做出了企业历史上最关键的决定：“让出第一（羽绒），争取第一（家电）”，并在没有技术、没有人才的背景下，毅然引进东芝产线，将企业更名为“格兰仕”，正式切入当时在中国普及率极低的微波炉赛道。
- **第二阶段（1993 年-2005 年）**：这一阶段是格兰仕确立品牌地位的时期。为了在跨国品牌（如松下、惠而浦）林立的市场中突围，格兰仕采取了极具侵略性的“价格战”策略。通过数次大规模降价，格兰仕迅速清洗了中小竞争对手，通过极大的出货量摊薄生产成本，形成了“降价—扩大规模—成本降低—再降价”的正向循环。与此同时，格兰仕利用中国制造的的成本优势，承接了全球各大品牌的 OEM/ODM 订单，建立了全球最大的微波炉制造基地，成功将微波炉从“奢侈品”变成了“必需品”。到 90 年代末，格兰仕已在全球微波炉市场占据了垄断性的市场份额，成为名副其实的“世界工厂”代名词。
- **第三阶段（2006 年-2018 年）**：随着微波炉市场趋于饱和，格兰仕开始寻求新的增长点，这一时期也是接班人梁昭贤逐步走向台前的阶段。企业战略从“只做微波炉”转向“综合性白色家电”，大举进军空调、冰箱、洗衣机、洗碗机等领域，试图复制微波炉的成功路径。然而，这一过程充满挑战，格兰仕在空调等红海市场遭遇了格力、美的等巨头的激烈竞争，经历了漫长的磨合期。这一阶段，格兰仕致力于摆脱单纯的“代工厂”标签，更加注重自主品牌建设和全品类渠道的铺设，企业风格也从激进转向稳健与积淀。

**第四阶段（2019 年至今）**：进入新时代，伴随着第三代接班人梁惠强的加入，格兰仕开启了“超越制造”的科技转型。面对家电行业的存量竞争和智能化浪潮，格兰仕在 2019 年宣布进军芯片领域，发布物联网家电芯片“BF-SoC”，试图掌握产业链上游的核心技术，由传统制造向“硬科技”企业跨越。在资本层面，一向坚持“不上市”的格兰仕也开始松动，于 2021 年成功要约收购惠而浦（中国），获得了 A 股上市平台，实现了“格兰仕+惠而浦”的双品牌运作。格兰仕正通过“工业 4.0”智能制造、开源芯片生态以及全球本土化运营，再造一个数字化、科技化的新格兰仕。

图表12: 格兰仕企业情况



资料来源: 格兰仕官网, 中国经济网, 和讯财经, 国盛证券研究所

格兰仕的发展史是一部典型的家族企业进化史, 三代人分别完成了奠基与规模化、多元化与品牌化、以及科技化与全球资本化的战略跨越。

- **第一代:** 作为集团创始人, 梁庆德白手起家, 1978年成立“桂洲”羽绒厂。1992年二次创业正式进军微波炉产业, 他不仅带领团队战胜了特大洪灾, 更凭着敏锐的商业嗅觉确立了“OEM”与“微利做大”的战术。在他的领导下, 格兰仕迅速崛起, 至2000年已拿下全球逾三分之一的市场份额, 成为无可争议的全球最大微波炉制造商。
- **第二代:** 梁昭贤不仅是守业者, 更是推动企业“打破单一产品格局”的改革者。他将“创新”确立为核心文化, 带领集团大举进军空调、高端冰洗及家用电器领域。在他的掌舵下, 格兰仕成功突破百亿销售大关, 完成了从单项冠军向“国际化综合白电品牌”的华丽转身。
- **第三代:** 作为年轻一代的领军人物, 梁惠强展现了更具前瞻性的科技视野与资本运作能力。他主导“超越制造”战略, 不仅布局开源芯片产业和工业4.0智能制造, 更成功操盘对惠而浦(中国)的要约收购。他正致力于利用双品牌驱动, 将格兰仕打造为具有全球竞争力的“综合性科技集团”。

图表13: 格兰仕家族情况一览

家族成员	出生年份	现任职位与角色	核心贡献
第一代 梁庆德	1937	集团创始人，现退居二线	1978年，梁庆德白手起家；1992年，正式进军微波炉行业；1994年，带领团队战胜特大洪灾，使格兰仕跻身国内行业第一；此后，他确立“OEM”与“微利做大”战略，至2000年，成功带领格兰仕占据全球逾三分之一的市场份额，成为全球最大微波炉制造商。
第二代 梁昭贤	1963	集团董事长兼总裁	1991年，梁昭贤加入格兰仕；2000年确立“创新”为核心文化并进军空调领域，打破企业单一产品格局；2003年，带领集团总销售额突破百亿，空调出口跻身行业前三；2007年起，他进一步拓展高端冰洗及家用电器市场；至2018年，成功将格兰仕从微波炉单项冠军升级为国际化综合白电品牌。
第三代 梁惠强	1995	集团副董事长 惠而浦中国总裁	2019年，梁惠强进入核心管理层；2019年，他主导确立“超越制造”战略，宣布进军开源芯片产业；2020年，带领团队成立工业4.0智能制造基地；2021年，成功操盘对惠而浦（中国）的要约收购并出任总裁，利用双品牌驱动与全产业链优势，致力于将格兰仕打造为具有全球竞争力的综合性科技集团。

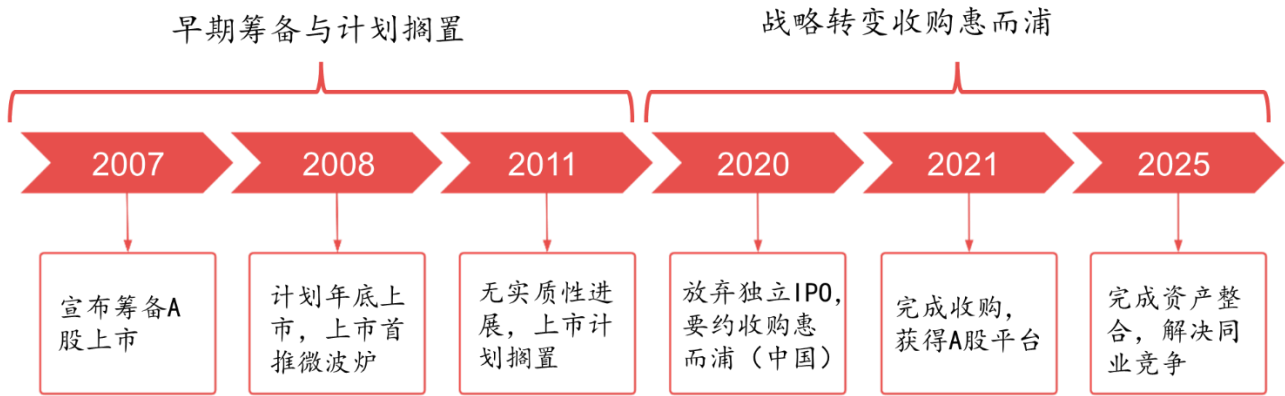
资料来源：华山教育公众号，国盛证券研究所

## 2.2 格兰仕收购惠而浦，解决同业竞争问题

早年格兰仕也曾想直接上市，但在多重原因下最终转变为收购惠而浦。

- 早期筹备与计划搁置（2007-2011）**：在2007年，格兰仕曾宣布启动A股上市计划。公司不仅组建了专门的上市团队，还聘请了中信证券等机构进行上市辅导，被外界视为上市在即。2008年，格兰仕进一步明确计划于年底上市，并确立了以核心优势微波炉业务为主打资产的策略。然而，受当年全球金融危机及资本市场环境恶化影响，上市进程被迫放缓。到了2011年，虽然外界对格兰仕上市的呼声从未停止，但公司内部对于资本市场的态度却显得矛盾，最终格兰仕的独立上市计划陷入搁置状态。
- 战略转变收购惠而浦（2020-2025）**：格兰仕的资本化路径在2020年迎来了重大转折。公司放弃了传统的独立IPO路线，2020年，格兰仕斥资约24.45亿元向上市公司惠而浦（中国）发出要约收购，旨在取得控股权。2021年，收购顺利完成，格兰仕正式成为惠而浦（中国）的控股股东，成功拥有一家A股上市公司平台。作为收购的附加条件，格兰仕承诺在5年内解决其自身业务与上市公司之间的同业竞争问题。

图表14: 格兰仕集团上市努力情况



资料来源：民营经济报，华夏时报，中国经济和信息化，新浪财经，财联社，艾肯家电网，国盛证券研究所

格兰仕收购惠而浦的过程可以划分为“格兰仕要约收购”和“惠而浦解决同业竞争”两大阶段。

#### ● 第一阶段：格兰仕入主

这一阶段的核心是格兰仕通过“要约收购”的方式，花费巨资取得了惠而浦中国的控制权。筹划期：2020年8月，格兰仕启动了要约收购的筹划；正式期：2021年3月31日，要约收购正式开启。完成期：2021年5月6日，收购正式完成。虽然预定收购目标为4.68亿股（占总股本61%），但最终实际收购了约3.92亿股，占惠而浦总股本的51.10%，交易总金额约为20.48亿元人民币。本次收购生效有一个硬性门槛，即最终收购股权比例必须不低于51%。更为关键的是，格兰仕出具了《关于避免同业竞争的承诺函》，承诺在收购完成后的60个月（5年）内解决双方存在的同业竞争问题。这也为第二阶段的交易埋下了伏笔。

#### ● 第二阶段：解决同业竞争问题

2025年12月，惠而浦发布公告收购格兰仕持有的洗衣机（含干衣机）业务，旨在解决同业竞争问题。本次交易对价为7461.93万元人民币，资产组的评估值仅比账面价值增值了0.25%。而在格兰仕的微波炉、冰箱、洗碗机等产品上，由于主要客户和产品结构存在明显差异，被认定不存在实质性同业竞争，因此这些业务并未在此次交易范围内。

图表15: 格兰仕收购惠而浦交易细节

交易阶段	发生时间	收购方	收购标的	交易对价	关键条款/目的
第一阶段: 格兰仕要约收购	2020年8月 启动要约收购筹划	格兰仕	惠而浦 中国	1. 目标股份: 预定收购4.68亿股, 占惠而浦总股本的61%。 2. 实际收购: 要约价5.23元/股, 收购51.1%股份, 共计约3.92亿股, 约20.48亿元人民币。	1. 要约收购生效条件为最终收购股权不低于51%。 2. 格兰仕出具《关于避免同业竞争的承诺函》, 承诺在收购完成后60个月内解决同业竞争问题。
	2021年3月31日 正式开启要约收购				
	2021年5月6日 收购完成				
第二阶段: 惠而浦反向收购资产	2025年12月	惠而浦 中国	格兰仕洗衣机(含干衣机)业务	7461.93万元人民币	1. 交易目的: 解决同业竞争问题; 其中微波炉、冰箱、洗碗机产品由于在主要客户、产品结构等方面双方存在明显差异, 不存在实质性同业竞争。 2. 资产组评估值较账面价值仅增值0.25%, 为近乎平价交易。

资料来源: 惠而浦公司公告, 国盛证券研究所

惠而浦(中国)与控股股东格兰仕(Galanz)之间的同业竞争问题, 其最终的落地解决细节主要集中在**2025年12月**的一系列关键举措上, 双方采取了“分而治之”的策略。

- 对于存在核心冲突的洗衣机(含干衣机)业务, 公司实施了实质性的资产收购, 以约**7461.93万元**(不含税)的评估价买入格兰仕的固定资产与专利, 产成品则按交付时的账面净值计价。在此基础上, 格兰仕承诺彻底退出该领域, 不再生产及销售洗衣机, 并将“洗衣机”品类的商标以全球独占许可的方式授权给惠而浦使用。
- 在微波炉、冰箱、洗碗机及生活电器等非冲突业务板块, 双方维持现状, 不涉及资产注入或剥离。基于客户群体、产品结构、产品类型及定价策略四个维度的对比, 特别是考虑到公司目前相关产品主要销往Whirlpool Corporation(含关联方)和Beko, 双方业务被界定为“差异化经营”, 不存在实质性竞争。

图表16: 惠而浦的同业竞争落地解决方式

涉及产品	核心策略	细节描述
洗衣机 (含干衣机)	注入	1. 惠而浦买入: 固定资产和专利收购价7461.93万元(不含税), 按评估值定价; 产品按交付账面净值计价。 2. 格兰仕退出: 承诺不再生产、销售洗衣机。 3. 品牌授权: 格兰仕将“洗衣机”品类商标全球独占许可给惠而浦。
微波炉、冰箱、洗碗机	差异化经营	界定: 通过对比客户群体、产品结构、产品类型、定价策略四个维度, 认定不存在实质性竞争。公司目前销售微波炉、冰箱、洗碗机产品的主要客户对象为Whirlpool Corporation(含其关联方)和Beko。

资料来源: 惠而浦公司公告, 国盛证券研究所

**2025Q1-Q3 格兰仕家用电器净利润 1.3 亿元, 其中洗衣机资产年产能 200 万台。**在财务层面, 截至 2025 年三季度格兰仕家用电器公司的总资产约 26.73 亿元, 2025 年前三季度的净利润 1.31 亿元, ROE 超 25%, 表现优秀。在经营层面, 格兰仕家用电器的洗衣机资产拥有年产 200 万台的设计产能, 并配备了从箱体、内桶制造到压铸、冲压及总装的全链路自动化生产线, 显示出极高的垂直整合能力与生产效率。

图表17: 格兰仕家用电器公司财务与其洗衣机资产经营状况一览

项目	格兰仕家用电器 截至2025年9月30日/2025年1-9月 (单位: 人民币万元)
	总资产
总负债	216,959.98
净资产	50,330.82
净利润	13,057.17
<b>洗衣机资产经营状况</b>	
洗衣机资产组部年设计生产能力配套200万台, 有先进的洗衣机箱体自动生产线和洗衣机内桶自动生产线, 并配备三条成品装配生产线、压铸生产线、喷涂自动生产线及冲压线等。	

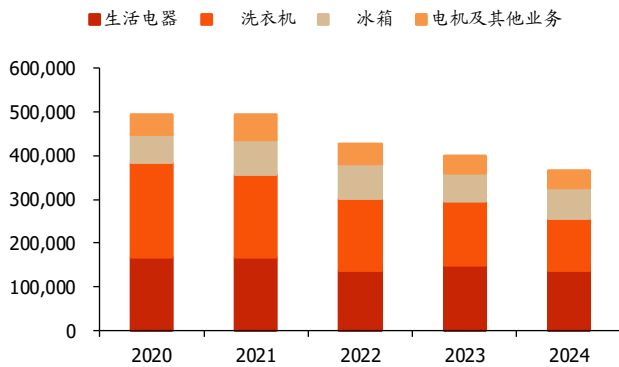
资料来源: 惠而浦(中国)公司公告, 国盛证券研究所

### 3.如何看待惠而浦内功修炼及股东赋能展望？

#### 3.1 内功修炼：产品结构提升+供应链变革降本增效

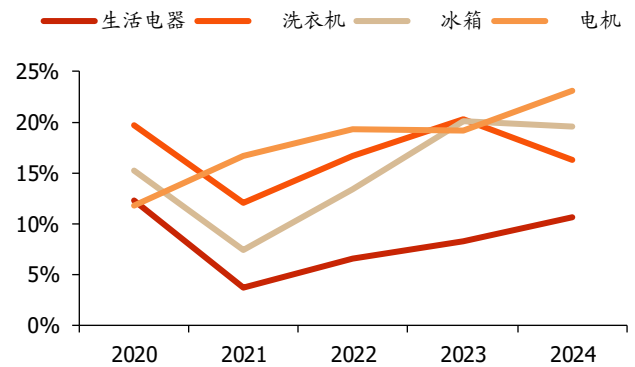
**分品类：**生活电器和洗衣机为基本盘业务，各品类毛利率稳步提升。从产品结构来看，2020年公司生活电器、洗衣机、冰箱收入占比分别为34%、44%和13%，2024年公司的三大品类占比演变至37%、33%和19%，生活电器和洗衣机仍然是公司的业务基本盘，冰箱业务也在持续增长；从毛利率来看，2021年公司生活电器、洗衣机和冰箱毛利率触底，后续在格兰仕赋能下呈现改善趋势，2024年三大品类的毛利率分别为11%、16%和20%。

图表18: 2020-2024年惠而浦产品结构(万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

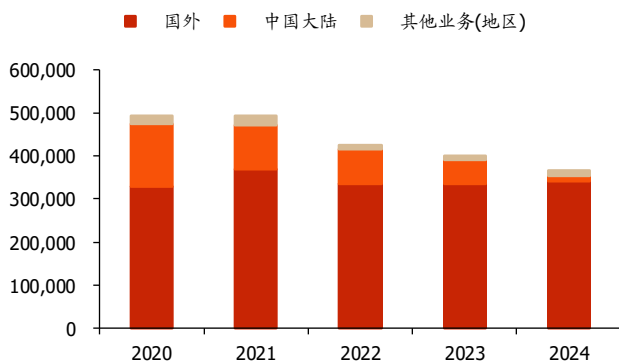
图表19: 2020-2024年惠而浦分品类毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

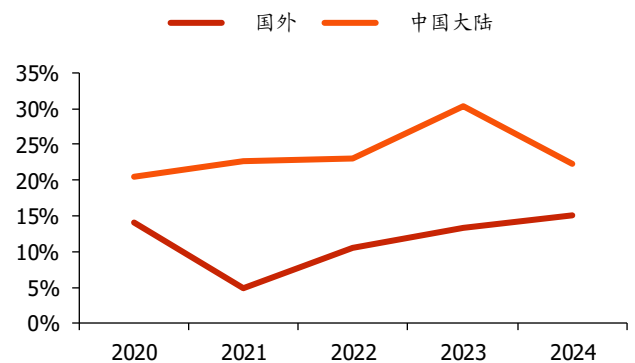
**分区域：**2024年外销占比94%，外销毛利率2021年起持续提升。从区域结构来看，公司持续收缩内销业务，尤其在2024年大幅关停内销业务，收入占比已降低至3%，外销业务占比则从2020年的66%提升至2024年的94%；从毛利率来看，公司的外销业务毛利率在2021年触底，后续逐年提升至2024年的15%，内销业务则受战略影响波动较大，2024年内销毛利率22%。

图表20: 2020-2024年惠而浦分区域结构(万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

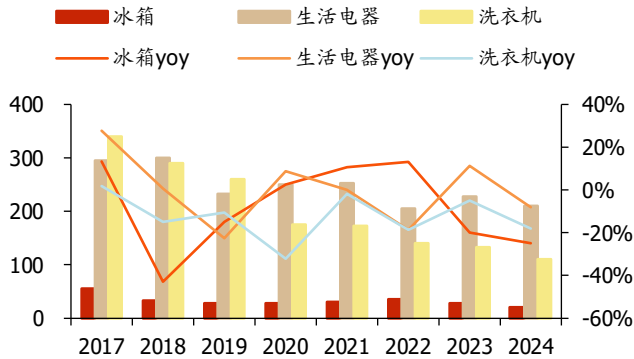
图表21: 2020-2024年惠而浦分区域毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

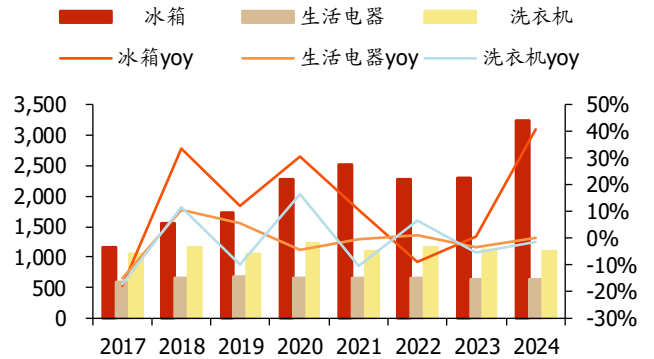
**冰箱产品结构提升，生活电器销量稳定。**从均价表现来看，惠而浦的冰箱均价在2024年同比提升41%，提升幅度较大，预计主要系公司紧抓北美法式冰箱的增长机遇推出中高端产品，预计随着后续订单的持续拓展，冰箱产品结构有望继续提升，生活电器（主要是微波炉）和洗衣机的均价近年来则保持稳定，2024年公司的冰箱、洗衣机、生活电器的均价分别为3234、1095、650元/台；从销量表现来看，各品类近年来销量增速波动较大，但冰箱总体仍是增长趋势，生活电器销量至少稳定在200万台以上的水平，洗衣机业务则在持续收缩，2024年公司的冰箱、生活电器、洗衣机的销量分别为21、210、110万台。

图表22: 2017-2024年惠而浦分产品销量(万台)及同比增速



资料来源: Wind, ifind, 国盛证券研究所

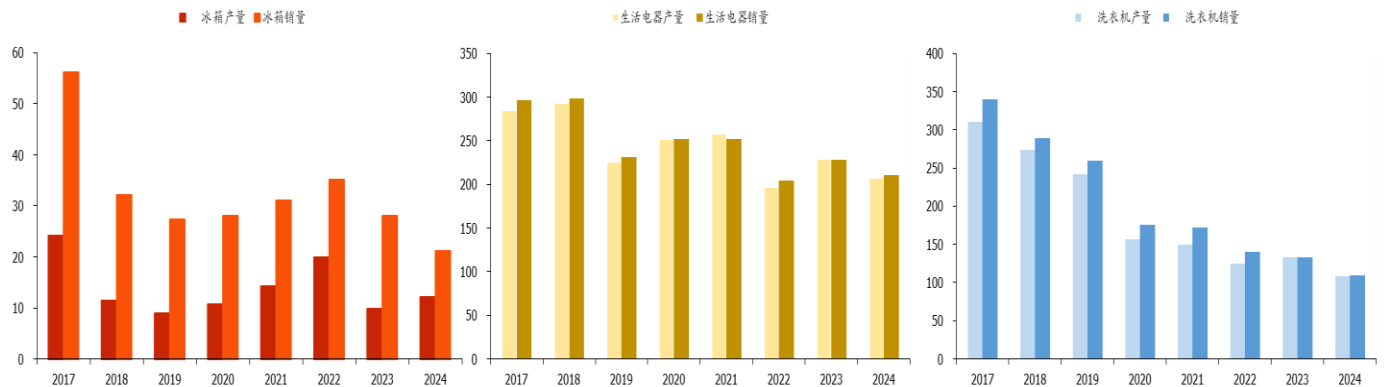
图表23: 2017-2024年惠而浦分产品均价(元/台)及同比增速



资料来源: Wind, ifind, 国盛证券研究所

**冰箱外协生产比例较高，生活电器及洗衣机主要为自产。**公司的生活电器、洗衣机自产比例近100%，而体量相对较小的冰箱近年来主要依靠外协生产，自产比例在35%-57%之间上下波动。我们认为随着后续冰箱业务的放量，自产比例或有望提升，带动成本实现进一步下降。

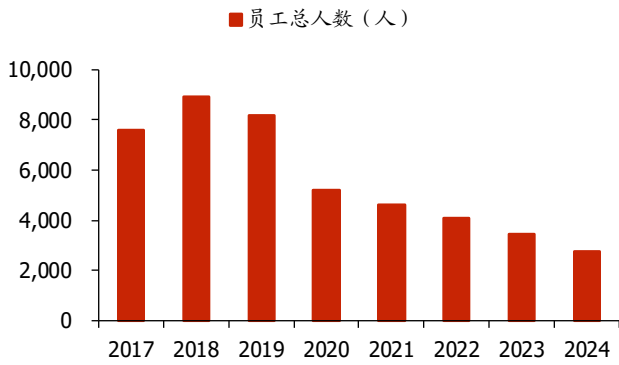
图表24: 惠而浦分品类销量及产量对比(万台)



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

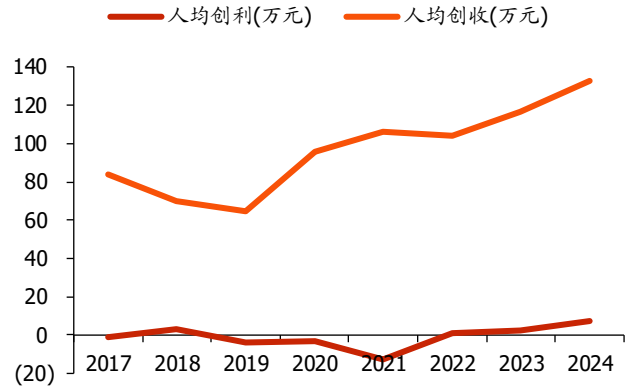
**格兰仕入主后，惠而浦持续精简员工数量，人均创收不断攀升。**格兰仕收购惠而浦始于2020年8月，自确立收购事项起，惠而浦的员工总人数明显下降，人均创收也在同年触底，后续人员数量不断精简，人均创收也逐年攀升，利润情况后续也有一定提升，至2024年员工人数精简至2751人，人均创收为132.66万元。

图表25: 2017-2024年惠而浦员工人数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

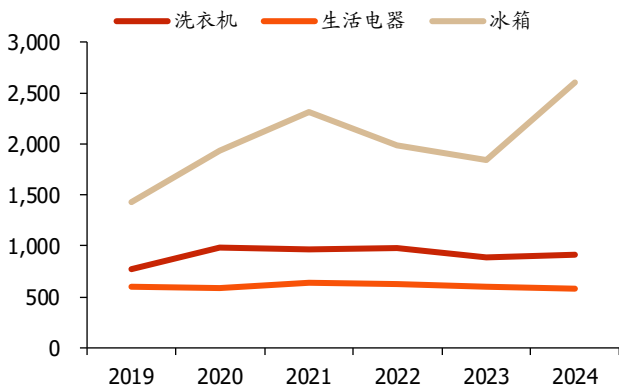
图表26: 2017-2024年惠而浦人均创收及人均创利



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

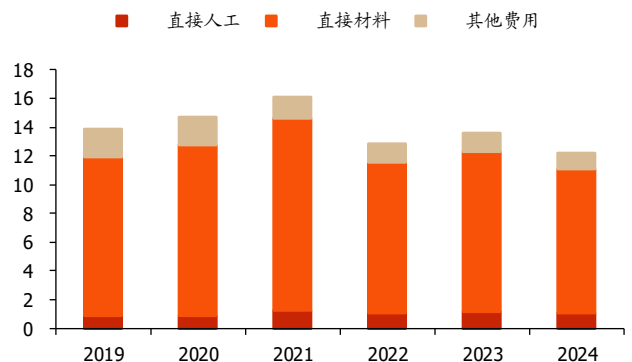
格兰仕入主后, 惠而浦各品类成本呈现优化态势。从单台成本来看, 2021年格兰仕完成对惠而浦的收购后, 洗衣机、生活电器的单台成本虽有波动, 但整体呈现下降趋势, 冰箱的成本在2024年提升明显, 我们认为或受到产品结构及规模的影响, 预计随着后续规模不断扩大成本有望进一步优化; 从具体品类的成本结构来看, 下降趋势也较为明显, 洗衣机的总成本逐年下降, 生活电器在2022年下降明显, 后续保持稳定, 冰箱总成本在2023年实现明显的下降。

图表27: 2019-2024年惠而浦分品类单台成本(元/台)



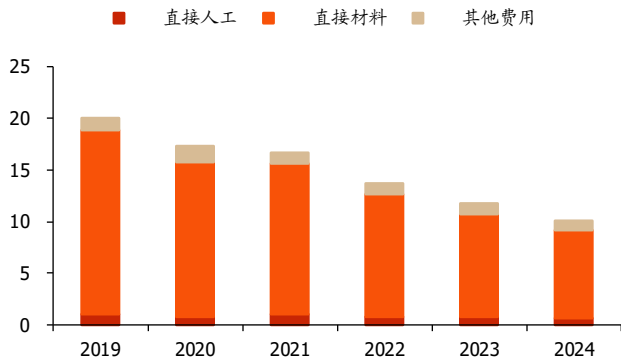
资料来源: Wind, ifind, 国盛证券研究所

图表28: 2019-2024年生活电器成本结构(亿元)



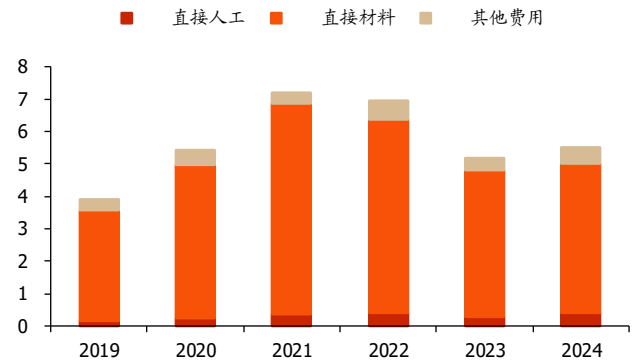
资料来源: Wind, ifind, 国盛证券研究所

图表29: 2019-2024 年洗衣机成本结构 (亿元)



资料来源: Wind, ifind, 国盛证券研究所

图表30: 2019-2024 年冰箱成本结构 (亿元)



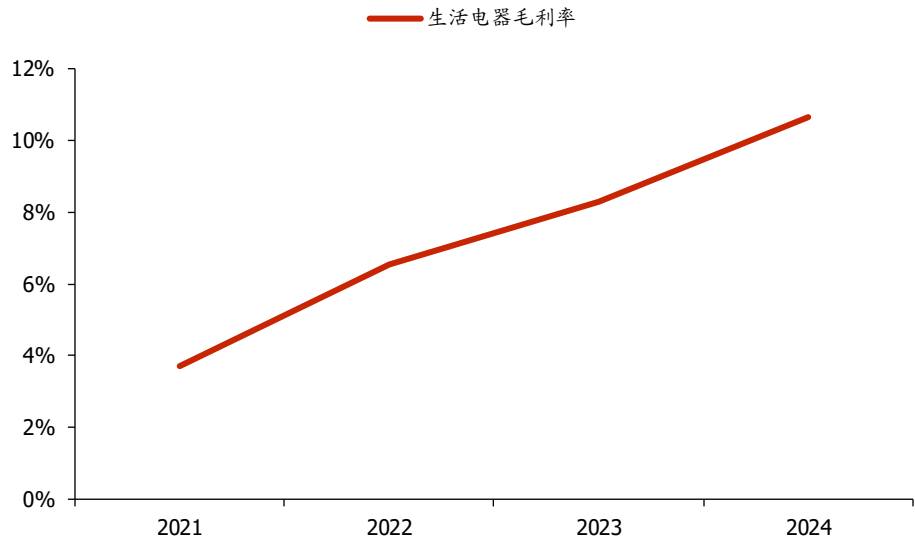
资料来源: Wind, ifind, 国盛证券研究所

**供应链变革: 公司立足总部、研发中心和三大智能工厂搭建智能制造体系, 持续变革, 推动降本增效。**2024 年 7 月起公司的波轮工厂进一步完善了设备、模具和工艺的工作标准, 缩短生产周期, 有效降低了生产成本; 冰箱二期工厂为满足客户市场订单需求, 在 2024 年 12 月份进行线体改造升级工程, 显著提升生产线的自动化水平和产能, 更为后续生产打下了坚实的基础。2025 年滚筒工厂、冰箱产线持续积极推进转型与变革, 持续降本增效。

### 3.2 展望: 格兰仕赋能+惠而浦集团订单持续开拓, 2026 年有望稳增

**大股东格兰仕微波炉业务扎实, 有望赋能公司带动盈利能力改善。**格兰仕多年来凭借“规模制造+极致性价比”策略多年来稳居市场前列, 产业链整合和规模效应突出, 全球微波炉市占率连续多年稳居第一, 护城河深厚。在入主惠而浦之后, 惠而浦的生活电器业务毛利率也开始有了改善, 自 2021 年起持续提升, 我们认为后续随着格兰仕在微波炉零部件原材料供应方面持续赋能, 有利于公司降本增效。

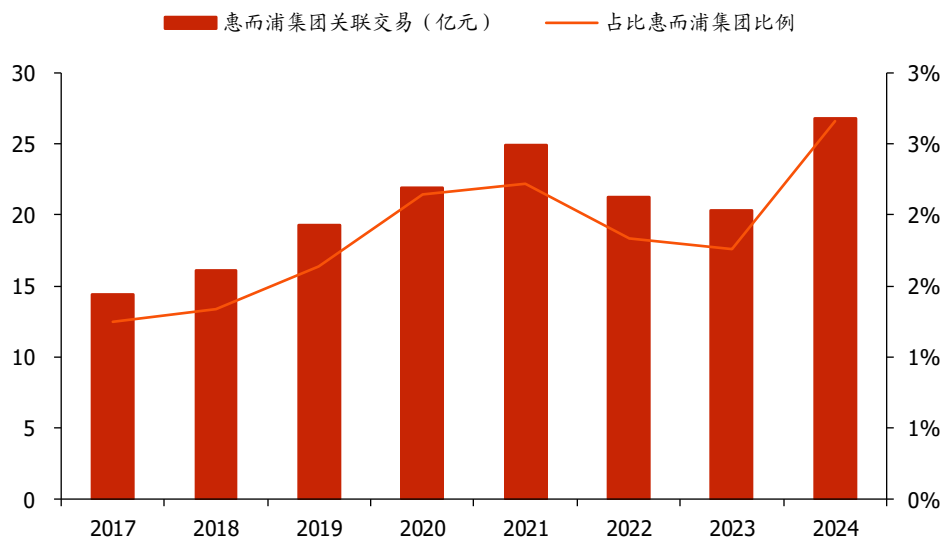
图表31: 公司 2021-2024 年生活电器业务毛利率逐年攀升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

惠而浦集团为公司第一大客户，商业合作持续加深。公司的第二大股东惠而浦集团是公司的大客户，2023/2024 年在公司总收入占比分别为 61%/73%，占比持续提升，而 2026 年销售商品/提供劳务关联交易预计为 40.61 亿元，合作不断深化。此外，当前公司向惠而浦销售的金额在其总采购占比中并不高，2023/2024 年仅为 2%/3%，我们认为考虑到惠而浦集团近年来财务表现较为稳定，中国制造业优势突出，随着合作的不断加深，或有望向公司释放更多订单。

图表32: 2017-2024 年公司与惠而浦集团关联交易金额及占比



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

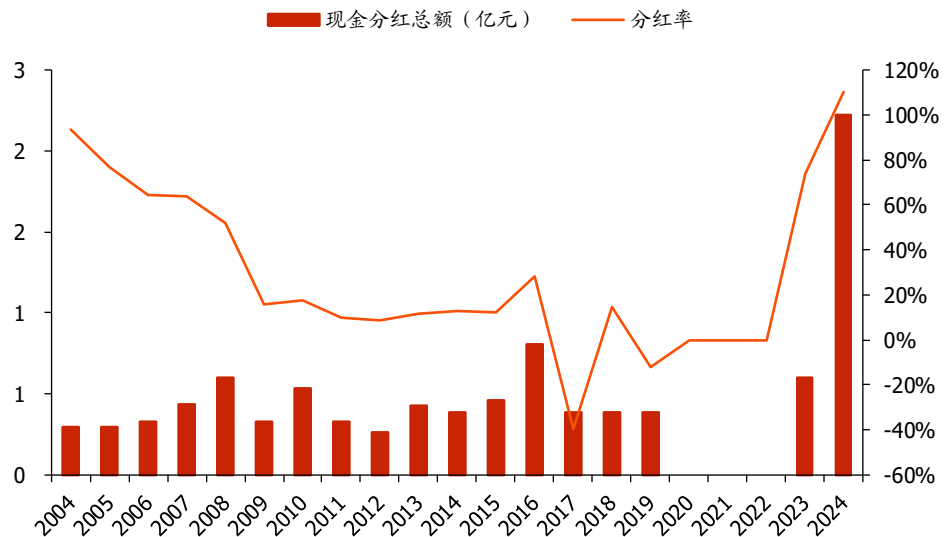
图表33: 惠而浦中国与惠而浦集团关联交易情况

百万元	2023A	2024A	2025M1-10	2026E
惠而浦集团关联交易				
销售商品/提供劳务	2,440.1	2,681.4	2,448.63	4,061.40
采购商品/接受劳务	21.16	0.00	2.14	16.80
惠而浦集团占惠而浦中国销售占比	61%	73%		
惠而浦中国占惠而浦集团采购占比	2%	3%		

资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

盈利修复重启分红, 未来有望维持稳健水平。公司自上市以来重视股东回报, 除 2020-2022 年期间因经营亏损中断分红外, 其余年份均实施了分红政策, 同时随着近年来业绩修复, 分红力度持续增强, 我们认为未来经营情况稳定下, 公司分红水平有望维持稳健。

图表34: 公司分红率不断提升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们在如下假设下对公司进行盈利预测：

#### ➤ 收入端：

我们预计惠而浦 2025-2027 年营业收入分别为 44.55、53.94、64.54 亿元，同比增长 22.07%/21.07%/19.67%。分产品来看：

- ✓ 生活电器产品：公司的生活电器主要为微波炉产品，微波炉行业作为存量市场，行业预计表现平稳，公司依托格兰仕在微波炉领域的地位有望实现销售的稳步增长。此外，洗碗机也有望带来一定增量。

综合来看，我们预计 2025-2027 年生活电器产品收入为 16.38/20.47/26.61 亿元，同比增长 20.00%/25.00%/30.00%；毛利率为 12.20%/13.00%/14.00%。

- ✓ 洗衣机产品：国内外洗衣机步入成熟期，存量替换需求主导市场，健康洗护、智能投放、大容量洗烘一体机等升级品类的渗透率持续提升，惠而浦在高端洗护技术上具备深厚优势，有望实现稳步增长。

综合来看，我们预计 2025-2027 年洗衣机产品收入为 13.2/15.84/18.21 亿元，同比增长 10.00%/20.00%/15.00%；毛利率为 19.20%/20.00%/22.00%。

- ✓ 冰箱产品：冰箱行业发展成熟，惠而浦有望承接二股东惠而浦集团的更多订单，带动自身冰箱收入不断增长。

综合来看，我们预计 2025-2027 年冰箱产品收入为 10.28/12.54/14.42 亿元，同比增长 50.00%/22.00%/15.00%；毛利率为 20.20%/22.00%/24.00%。

- ✓ 电机产品：

惠而浦电机业务持续扩展产品门类，开发用于洗碗机、干衣机及烘干系统的各类电机，扩大应用场景，并实现系列化和规模化，在满足公司自用的同时，销售至欧美亚等国家。

综合来看，我们预计 2025-2027 年电机产品收入为 3.61/3.97/4.17 亿元，同比增长 20.00%/10.00%/5.00%；毛利率为 24.00%/24.10%/24.20%。

图表35: 分产品收入预测一览(百万元)

单位: 百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>整体</b>							
营业收入	4931.16	4263.87	4003.58	3649.40	4454.92	5393.72	6454.42
yoy		-13.53%	-6.10%	-8.85%	22.07%	21.07%	19.67%
营业成本	4456.54	3692.60	3352.29	3069.53	3668.30	4398.96	5193.47
yoy		-17.14%	-9.22%	-8.43%	19.51%	19.92%	18.06%
毛利	474.62	571.27	651.29	579.87	786.62	994.76	1260.96
毛利率	9.62%	13.40%	16.27%	15.89%	17.66%	18.44%	19.54%
<b>分产品</b>							
<b>生活电器</b>							
收入	1,670.64	1,373.36	1,478.94	1,364.73	1637.68	2047.10	2661.22
yoy		-17.79%	7.69%	-7.72%	20.00%	25.00%	30.00%
成本	1,608.73	1,283.61	1,356.17	1,219.41	1437.88	1780.97	2288.65
yoy		-20.21%	5.65%	-10.08%	17.92%	23.86%	28.51%
毛利	61.91	89.75	122.77	145.32	199.80	266.12	372.57
毛利率	3.71%	6.54%	8.30%	10.65%	12.20%	13.00%	14.00%
营收占比	33.88%	32.21%	36.94%	37.40%	36.76%	37.95%	41.23%
<b>洗衣机</b>							
收入	1,898.12	1,645.61	1,479.24	1,199.73	1319.70	1583.64	1821.19
yoy		-13.30%	-10.11%	-18.90%	10.00%	20.00%	15.00%
成本	1,669.32	1,371.33	1,179.42	1,003.90	1066.32	1266.91	1420.53
yoy		-17.85%	-13.99%	-14.88%	6.22%	18.81%	12.13%
毛利	228.80	274.28	299.82	195.83	253.38	316.73	400.66
毛利率	12.05%	16.67%	20.27%	16.32%	19.20%	20.00%	22.00%
营收占比	38.49%	38.59%	36.95%	32.87%	29.62%	29.36%	28.22%
<b>冰箱</b>							
收入	778.44	804.01	646.41	685.10	1027.65	1253.73	1441.79
yoy		3.28%	-19.60%	5.99%	50.00%	22.00%	15.00%
成本	719.49	696.79	516.58	551.34	820.06	977.91	1095.76
yoy		-3.16%	-25.86%	6.73%	48.74%	19.25%	12.05%
毛利	58.95	107.22	129.83	133.76	207.59	275.82	346.03
毛利率	7.57%	13.34%	20.08%	19.52%	20.20%	22.00%	24.00%
营收占比	15.79%	18.86%	16.15%	18.77%	23.07%	23.24%	22.34%
<b>电机</b>							
收入	362.51	340.31	296.56	300.74	360.89	396.98	416.83
yoy		-6.12%	-12.86%	1.41%	20.00%	10.00%	5.00%
成本	302.32	274.55	239.56	231.35	274.27	301.31	315.95
yoy		-9.19%	-12.74%	-3.43%	18.55%	9.86%	4.86%
毛利	60.19	65.76	57.00	69.39	86.61	95.67	100.87
毛利率	16.60%	19.32%	19.22%	23.07%	24.00%	24.10%	24.20%
营收占比	7.35%	7.98%	7.41%	8.24%	8.10%	7.36%	6.46%
<b>其他业务</b>							
收入	221.46	100.58	102.44	99.09	109.00	112.27	113.39
yoy		-54.58%	1.85%	-3.27%	10.00%	3.00%	1.00%
成本		66.32	60.57	63.53	69.76	71.85	72.57
yoy		#DIV/0!	-8.67%	4.89%	9.81%	3.00%	1.00%
毛利	221.46	34.26	41.87	35.56	39.24	40.42	40.82
毛利率	100.00%	34.06%	40.87%	35.89%	36.00%	36.00%	36.00%
营收占比	4.49%	2.36%	2.56%	2.72%	2.45%	2.08%	1.76%

资料来源: iFind, 公司公告, 国盛证券研究所

### ► 盈利端

毛利率水平上, 1) 公司持续推进高端化战略, 依托全球研发资源打造套系化、嵌入式高端产品, 品牌溢价能力逐步释放; 同时电机等核心部件自主研发与供应, 进一步优化成本结构而浦通过精益生产推行、车间线体改造升级及供应链布局调整, 生产效率持续提升, 成本管控成效显著。我们预计 2025~2027 年公司整体毛利率分别为 17.66%/18.44%/19.54%。

费用率水平上, 1) 销售费率: 公司通过渠道结构优化及营销费用精益管控, 销售费用率近年呈大幅下行趋势; 随着渠道效率进入稳态, 预计 2025-2027 年销售费用率将维持在 1.10%-1.35% 的低位区间。2) 管理费率: 依托组织架构优化、数字化管理工具落地及规模效应释放, 管理费用率呈波动下行趋势。3) 研发费率: 公司持续加大在高端家电、核心电机部件的研发投入, 预计将维持在 3.47%-3.67% 的区间。

图表36: 公司费率预测 (%)

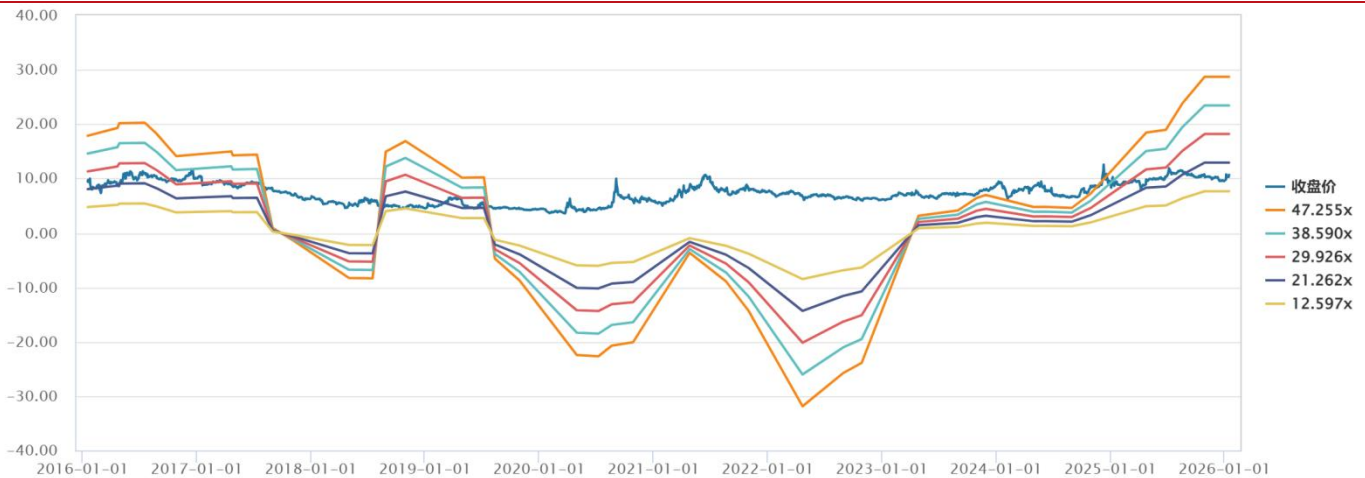
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	13.40%	16.27%	15.89%	17.66%	18.44%	19.54%
销售费用率	6.05%	6.52%	2.54%	1.10%	1.32%	1.35%
管理费用率	2.71%	2.76%	3.03%	1.65%	1.35%	1.35%
研发费用率	3.09%	4.23%	4.35%	3.47%	3.67%	3.67%

资料来源: iFind, 国盛证券研究所

## 4.2 投资建议

**相对估值:** 复盘近 10 年惠而浦的估值, 公司过去受到业务变动、大股东变更等影响估值波动较大, 在格兰仕入主后, 公司经营逐步回归正常, 估值水平不断修复, 我们预计随着惠而浦集团订单不断释放+日本、东南亚地区 OEM 增量释放+公司持续修炼内功, PE 上升通道有望打开。

图表37: 惠而浦 PE-PB Band



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**从业务结构来看,** 我们选取同样属于大家电领域的美的集团、海尔智家、TCL 智家、海信家电作为可比公司。**从业绩增速来看,** 惠而浦近年来发展较快, 订单承接顺畅, 业绩增速高于行业表现;**从 PE 估值来看,** 2026 年同业可比公司的 PE 估值的平均值为 9.6 倍。考虑到公司后续仍有望承接更多订单、且盈利水平也有改善空间, 我们认为 2026 年或有一定高于行业平均值的估值溢价。

图表38: 可比公司归母净利润(亿元)及 PE 估值

可比公司归母净利润						可比公司PE估值					
公司名称	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	公司名称	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
美的集团	337.20	385.37	445.71	486.92	531.48	美的集团	17.3	15.1	13.1	12.0	11.0
YOY		14.29%	15.66%	9.25%	9.15%	海尔智家	13.7	12.1	10.6	9.5	8.6
海尔智家	166	187	213.32	237.58	263.70	海信家电	11.4	9.6	9.3	8.3	7.5
YOY		12.92%	13.83%	11.37%	10.99%	TCL智家	14.1	10.9	9.4	8.5	7.7
海信家电	28	33	34.85	38.71	42.83	行业平均	14.1	11.9	10.6	9.6	8.7
YOY		17.99%	4.10%	11.07%	10.65%	惠而浦	102.4	41.2	16.4	13.5	11.2
TCL智家	8	10	11.84	13.12	14.43						
YOY		29.58%	16.16%	10.79%	9.97%						
惠而浦	1	2.02	5	6	7						
YOY		148.72%	150.5%	21.8%	20.7%						

资料来源: Wind, 国盛证券研究所(注: 数据截止日期 2026 年 1 月 23 日, 可比公司盈利预测来自 wind 一致预期)

**盈利预测与投资建议:** 公司承接惠而浦集团订单+日本、东南亚地区 OEM 增量释放+格兰仕入主后降本增效+同业竞争落地格兰仕诉求变化, 未来增长可期。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 5.05/6.16/7.43 亿元, 同比增长 150.5%/21.8%/20.7%, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

**下游需求不及预期。** 公司的主营产品为微波炉、冰箱和洗衣机, 受到下游的宏观环境及消费者需求影响较大, 若下游需求出现波动, 或影响到公司的收入水平。

**原材料价格波动风险。** 大宗商品价格易受宏观经济、政策及市场供需影响, 若未来原材料价格大幅波动, 且公司未能有效向上游或下游转移成本压力, 或在价格下跌时未能做好存货管理, 将对经营业绩产生不利影响。

**订单落地不及预期。** 公司的第二大股东惠而浦集团是公司的大客户, 2023/2024 年在公司总收入占比分别为 61%/73%, 占比持续提升, 而 2026 年销售商品/提供劳务关联交易预计为 40.61 亿元, 合作不断深化。但若未来惠而浦集团自身财务情况出现变化, 或向公司下单意愿减少, 可能影响到公司自身的经营情况。

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com