仅供内部参考，请勿外传

申万宏源研究 SWS RESEARCH

家用电器

2026 年 08 月 24 日

格力电器 (000651)

——穿越周期，重构估值：高股息资产的进击与破局

报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

市场数据：	2026 年 08 月 21 日
收盘价（元）	41.24
一年内最高/最低（元）	48.35/36.27
市净率	1.5
股息率%（分红/股价）	7.27
流通 A 股市值（百万元）	227,728
上证指数/深证成指	3,905.20/14,094.17

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	27.14
资产负债率%	59.15
总股本/流通 A 股(百万)	5,601/5,522
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

-

证券分析师
刘正 A0230518100001
liuzheng@swsresearch.com
刘嘉玲 A0230522120003
liujl@swsresearch.com
联系人
程恺雯 A0230524080009
chengkw@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **空调核心优势，治理改善引入新血液。**消费电器业务是格力营收的核心支柱，始终稳居公司各业务收入占比首位，主要涵盖空调及生活电器两大板块。格力以空调起家，1995 年空调产销量跃居全国首位，2005 年家用空调年度产销量突破 1000 万台，首次跃居全球第一。此外，格力延伸工业制品及绿色能源等多业务线，通过核心部件自研、产业链并购整合、跨界技术突破，逐步完成从单一家电制造商到覆盖全产业链的布局。公司管理层结构于 2025 年 4 月完成重大换届，形成“董明珠掌舵、年轻化团队执行”的核心治理架构，截至 26 年一季报，格力电器第一大股东珠海明骏持股比例为 15.35%，董明珠个人持股比例为 2.01%

- **发力新兴领域，多元破局。多元化：**格力多元化战略历经十余年演进，完成了从初步探索到全面布局的战略跨越，2016 年正式宣布进入多元化时代，业务边界从传统家电制造延伸至高端装备、半导体、新能源等多个领域。2022 年完成对盾安环境的收购，助力快速切入新能源汽车核心产业链，打开特种领域 B 端业务增长空间，2021 年完成对格力钛的收购，新增锂电池、新能源商用车等业务布局，技术端实现了与光伏空调、“零碳源”技术的深度协同，完善“光储空”一体化零碳解决方案。**全球化：**以自主品牌为核心，海外自主品牌产品占出口总额比例从 2015 年的 30%提升至 2025 年 9 月的 70%，其中“一带一路”沿线国家市场占比超过 85%。**全产业链布局：**2004 年面对上游原材料价格上涨，格力收购珠海凌达压缩机、格力电工、新元电子三家产业链配套企业，切入空调核心零部件生产领域；进一步格力完成凌达压缩机、格力电工、凯邦电机的股权的收购，从源头将核心零部件配套率提升至高位。

- **渠道政策影响现金流。**分析近年来三家白电企业营运资本与自由现金流联动关系，2022 年后美的销售返利数据大幅增长，并在 2024 年首次超过格力，经营活动现金流呈现扩张态势，占款能力增强、净额快速增长，格力受渠道及政策影响波动较大，海尔则保持稳健增长的态势。资本开支项目来看，美的、海尔均为明显的扩张性趋势。由于格力的 PE 水平显著低于同业，采用绝对估值法辅助进行格力价值的评估，测算得到其股权价值较当前市值有较大空间，目前估值主要反映市场核心的担忧：格力现金流、净利润是否能够增长，是否存在下滑的风险。

- **盈利预测与估值。**我们维持公司的盈利预测，预计格力 2026-2028 年分别实现归母净利润 304.95/329.05/346.27 亿元，同比分别+5.1%/+7.9%/+5.2%。可比公司 26 年平均 PE 为 11 倍，公司为 8 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**原材料价格波动风险，海外需求持续低迷风险。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	171,118	43,080	178,868	186,538	194,866
同比增长率（%）	-10.0	3.5	4.5	4.3	4.5
归母净利润(百万元)	29,003	6,082	30,495	32,905	34,627
同比增长率（%）	-9.9	3.0	5.1	7.9	5.2
每股收益（元/股）	5.20	1.09	5.44	5.87	6.18
毛利率（%）	29.8	27.4	29.7	30.1	30.4
ROE（%）	19.9	4.0	19.1	18.7	18.1
市盈率	8		8	7	7

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们维持公司的盈利预测，预计格力 2026-2028 年分别实现归母净利润 304.95/329.05/346.27 亿元，同比分别+5.1%/+7.9%/+5.2%。可比公司 26 年平均 PE 为 11 倍，公司为 8 倍，维持“买入”评级。

关键假设点

1）空调业务：预计 2026-2028 年公司空调业务分别实现营收 1349.29/1396.85/1447.56 亿元，同比分别+3%/+4%/+4%。公司 2025 年受到国补基数压力、竞争格局等影响，空调业务承压，2026 年后预计外销有所恢复、内销国补延续，预计 2026 年公司空调内销/外销分别同比增长 3.5%/3.0%，2027 年分别同比增长 3.5%/3.5%。

2）生活电器业务：预计 2026-2028 年公司生活电器业务分别实现营收 26.39/26.92/27.45 亿元，同比分别+2%/+2%/+2%。生活电器业务是公司的重要多元化、套系化布局，格力也推出了多款冰洗产品、厨房电器等新品，但冰洗及其他小家电 26 年同受国补基数、竞争等因素影响，预计 2026-2027 年有小幅恢复性增长，但核心仍有赖于公司推出的产品矩阵与市场需求的契合度。

3）其他主营业务：预计 2026-2028 年公司其他主营业务分别实现营收 238.36/266.96/299.00 亿元，同比分别+15%/+12%/+12%。公司多元化布局的另一关键点在于供应链优化布局，在制冷配件、半导体、智能装备等领域的积极布局使得其他业务成为格力的一个重要增长来源。

有别于大众的认识

市场认为，空调销售在以旧换新政策影响下后续基数压力会较大，我们认为，一方面会有一部分低端产品及白牌出清，另一方面以旧换新仅短期周期性影响。

股价表现的催化剂

新能源、半导体等新业务开拓顺利；家用空调行业需求提振；海外业务进一步扩张。

核心假设风险

原材料价格波动风险，海外需求持续低迷风险。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 空调核心优势，治理改善引入新血液 6

1.1 激荡三十年，渠道改革步伐关键 6
1.2 空调主业营收稳健增长，多元化业务扩张 8
1.3 从国资控股到多元共治，核心团队掌控话语权 12

2. 家空行业内外共振 14

2.1 需求迭代与格局重塑：中国空调行业渗透率快速提升，寡头格局稳固 14
2.2 内销以旧换新刺激，出口仍具强潜力 19

3. 发力新兴领域，多元破局 21

3.1 多元化+全球化+全产业链布局构筑长期壁垒 21
3.1.1 多元化发展战略：专业化为基的全产业链布局 21
3.1.2 全球化战略：自主品牌锚定长期发展，技术与产品双轮驱动出海破局 25
3.1.3 全产业链纵向深耕：核心零部件自制筑牢长期竞争壁垒 27
3.2 财务报表质量与现金流 29
3.2.1 财务报表质量 30
3.2.2 现金流及估值 32

4.盈利预测与估值 35

4.1 盈利预测 35
4.2 相对估值 36
4.3 风险提示 37

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：格力电器发展历程 6
图 2：格力渠道结构调整后更加扁平 7
图 3：公司产品矩阵 9
图 4：2015-2024 内销占主导、外销波动中扩张 10
图 5：2015-2024 内外销占比差呈逐步收窄态势 10
图 6：2015-2024 毛利率保持韧性，利润逆势增长 11
图 7：近年利润增速跑赢营收增速 11
图 8：截至 2026Q1 公司股权结构情况（%） 13
图 9：农村空调百户保有量增长趋势 14
图 10：城镇空调百户保有量增长趋势 14
图 11：空调行业零售量波动增长及增速 15
图 12：空调行业均价波动趋势 16
图 13：外资份额萎缩与头部品牌份额提升 16
图 14：空调行业份额持续向头部集中 17
图 15：空调行业线上销售占比快速提升至 2023 年 18
图 16：空调线上增速已与全渠道增速基本重合，渠道效率基本触顶 18
图 17：空调出货端内销量目前面临国补高基数压力 19
图 18：空调价格带分布向低端倾斜 19
图 19：2025 年线上空调 TOP10 品牌均价整体呈现下行趋势 19
图 20：我国空调出口量 25 年 4 月后受关税影响 20
图 21：出口新兴区域份额扩张 20
图 22：格力 2015 年后多元化业务占比明显提升 21
图 23：盾安环境近年来整体呈现稳定扩张趋势 23
图 24：格力钛主要产品领域 23
图 25：格力新业务整体呈现扩张趋势 24
图 26：格力共经历 5 次品牌升级，2015 年后重心放在“服务世界” 25
图 27：格力国际化进程 26
图 28：格力海外业务占比呈现扩张趋势，但整体进程较为缓慢（家电业务内外销占比） .....

仅供内部参考，请勿外传

图 29：格力全球分体空调销量领先 26
图 30：格力销售返利占营业收入比例在 2018 年后趋于稳定 30
图 31：格力应收账款周转率优势在渠道改革后下降 31
图 32：格力有息负债率 2021 年后大幅提高 31
图 33：格力经营活动产生的现金流量净额/营业总收入波动较同业更大 31
图 34：格力经营活动产生的现金流量净额/营业利润略低于同业主要原因是净利率较高、分母更大 31

表 1：抖音 618 预售品牌排行 22
表 2：格力半导体领域芯片应用广泛 23
表 3：格力已经形成完备的产业链企业控股体系 27
表 4：格力陆续完成产业链细分领域的布局 29
表 5：美的销售返利在近年来迅速提升并赶超格力 32
表 6：三家公司的营运资本及资本性支出的变动 33
表 7：格力电器绝对估值模型 34
表 8：格力电器盈利预测 35
表 9：可比公司相对估值表（2026 年 8 月 21 日收盘价） 37
表 10：公司利润表 38
表 11：公司资产负债表 39
表 12：公司现金流量表 40

仅供内部参考，请勿外传

1. 空调核心优势，治理改善引入新血液

1.1 激荡三十年，渠道改革步伐关键

复盘格力的“激荡三十年”，各个阶段在行业、宏观背景与公司策略共振下实现了诸多成绩：

1991-2000 年：全国第一的打造

1991 年，由海利空调厂和冠雄塑胶厂合并而来的格力空调器厂正式成立。当时国内的家用空调为外资品牌垄断，国内两大品牌春兰、华宝两个品牌则占据剩下的大部分份额，但技术优势并不强。格力则通过大幅提升对质量的要求，成立空调行业领先的“筛选分厂”进行质检把控，口碑快速上升，在国内品牌均无核心技术的背景下，凭借质量优势脱颖而出，1994 年格力提出“淡季返利”，1995 年淡季回款同比增长 3.4 倍，达 11 亿，销量跃居全国第一。

2001-2005 年：掌握核心技术

国内品牌空调产量虽节节高升，但始终类似“组装品”，空调的核心技术变频/多联机则分别为日本三菱电机、大金垄断。2001 年格力成立技术攻关小组，2002 年终于研发出中国第一台数码多联式中央空调，打破日本对多联机技术的垄断；2004 年格力电器建立压缩机生产基地，收购凌达压缩机并在质量方面有所突破，成为第一家拥有压缩机自主品牌的中国空调企业。2005 年，格力家用空调销量突破 1000 万台，达到世界第一。

2006-2015 年：多元化探索

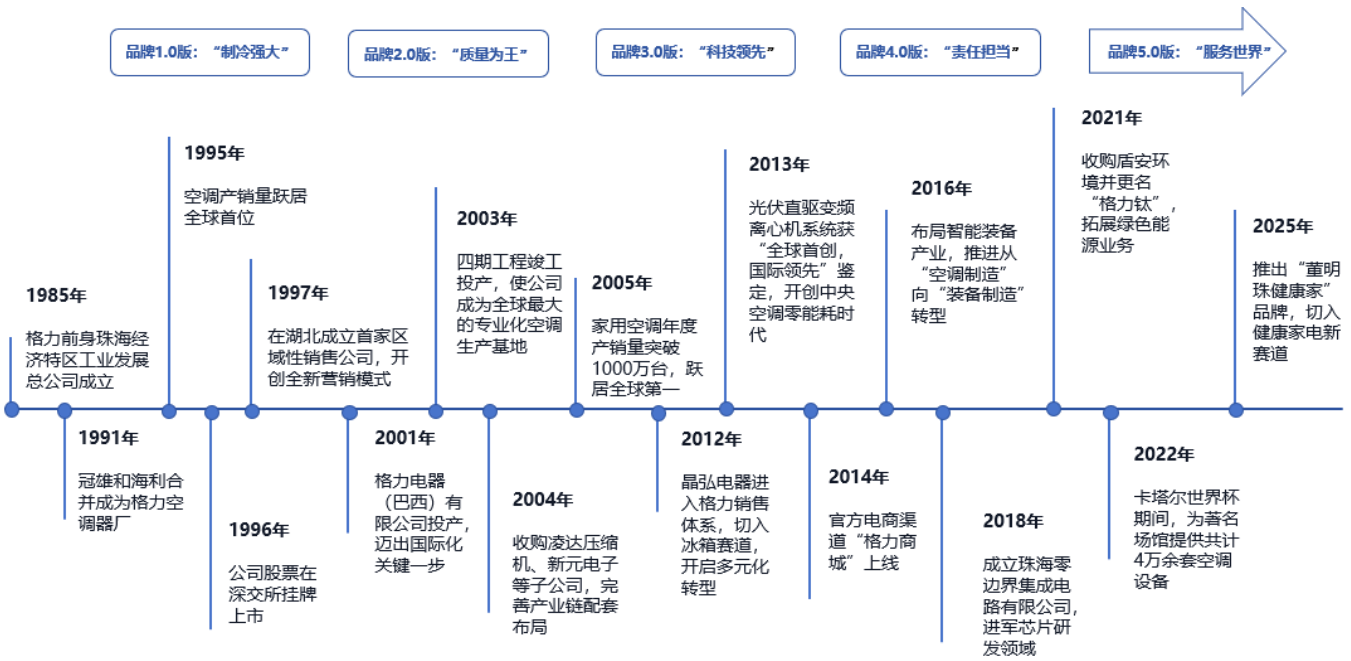
格力的多元化聚焦在全球拓展与业务多元两方面。核心技术突破后，格力进一步攻克国际市场，2001 年在巴西的生产基地即已投产，2006 年在巴基斯坦建立生产基地；同时，格力 2010 年注册“大松”商标进入小家电产品领域，2012 年晶弘冰箱进入格力销售体系，扩大家用电器产品版图。

2016-至今：多领域布局成长

2016 年，董明珠宣布格力正式进入多元化时代。2018 年，格力投入资金进一步进军芯片研发，当年其智能装备和生活电器分别实现 46.19%和 64.9%的高速增长，其中智能装备的营收超过 31 亿。2021 年格力正式进军新能源汽车和储能领域，通过司法拍卖公开竞拍竞得银隆新能源 30.47%股权，2023 年进一步增持。

图 1：格力电器发展历程

仅供内部参考，请勿外传

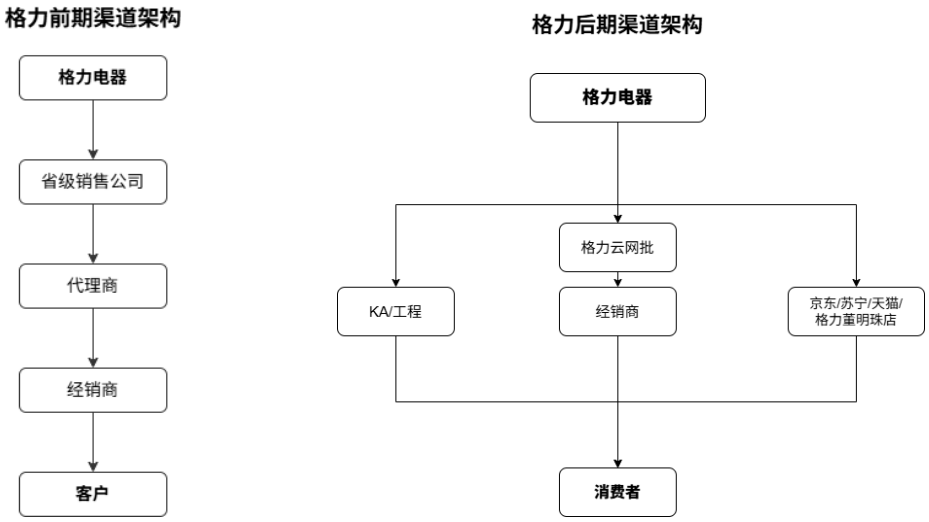


资料来源：公司公告，申万宏源研究

从中我们发现，格力的渠道改革极具特色，在其发展历史中起到关键性的作用：

股权体系+商贸体系交叉控制。1994 年格力推出**“淡季返利”**，大客户在淡季提前打款提货则能获得更高的返利，也可以锁价，格力也因此获得更稳定、更丰厚的现金流，解决了淡季资金缺口、同时缓解旺季供货压力。此后销售跃居全国第一。1997 年，格力看到省份间窜货、价格战等问题，再次进行渠道改革，联合区域经销商推出**“联合代理模式”**，成立五家与经销商共同参股的区域性销售公司，与经销商利益紧密绑定，统一产品价格、禁止跨区域销售、保障产品和服务的统一。2009 年格力成立**北京盛世**，负责格力全国的渠道管控，渠道商均需向北京盛世缴纳首批货款以开户，并缴纳保证金来支付或有罚款，将渠道进一步严格管控。北京盛世后演变为**盛世欣兴**，其实控人徐自发家族同时控制**京海担保**——一家由格力核心经销商共同持股组成的公司，京海担保通过持有上市公司格力电器的股份实现利益绑定。2014 年互联网电商兴起，且空调行业趋于成熟，多家空调头部厂商开始转型布局**线上渠道**并取得突破，格力也加入了线上渠道的布局，但线下经销商作为格力此前最大的优势之一，改革线上自然出现了利益冲突，格力的线上改革进展相对缓慢。2020 年，格力进一步加强渠道扁平化试点新零售，2022 年进行“**云网批**”改革，原盛世系销售层级多、加价幅度大，格力将原盛世系全部换新，弱化销售公司、代理商环节及加价，经销商直接与总部签约从工厂线上“云签网批”，大大减少了中间渠道的加价。2024 年格力的云网批改革从安徽试点推向全国，渠道改革基本到位。

图 2：格力渠道结构调整后更加扁平



资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

1.2 空调主业营收稳健增长，多元化业务扩张

依托空调主业领先优势，消费电器业务实现品类纵深与市场扩张。消费电器业务是格力营收的核心支柱，始终稳居公司各业务收入占比首位，主要涵盖空调及生活电器两大板块。

空调业务是格力的主营业务，格力以空调起家，1995 年空调产销量跃居全国首位，2005 年家用空调年度产销量突破 1000 万台，首次跃居全球第一，此后市占率一直名列前茅。格力空调业务主要包含家用空调、中央空调和特种空调，其中中央空调是格力重要增长点和技术高地的体现，包含多联机、离心式冷水机组、螺旋机、模块机和风管机，其中离心式冷水机组技术壁垒极高，是该领域打破国外垄断的代表性企业。特种空调包含核电空调、数据中心专用空调、轨道交通空调等。从营收方面来看，2024H1 前，空调业务贡献大部分营收，2024H2 后，空调业务与生活电器业务被合并为消费电器板块，此后消费电器占比在 75%以上，并且其中主要营收仍然来自空调业务。

生活电器是格力为摆脱“单一空调企业”标签而重点发展的业务线，主要包含冰箱、洗衣机、厨房电器、小家电。2004 年收购集团旗下的新元电子、小家电等子公司，但并未形成明确多元化战略，2012 年晶弘电器正式进入格力销售体系布局冰箱赛道，2013 年成立格力大松生活电器公司，推出电风扇、电暖气、电饭煲等小机电产品，次年推出旗下首款洗衣机产品，标志格力多元化转型正式开始。2025 年推出全新战略品牌“董明珠健康家”，进入健康家电新赛道，推出宠物净化器、美容仪等健康家电新品。

2024 年消费电器业务营业收入为 1485.6 亿，同比下降 4.29%，主要由于房地产市场低迷导致行业需求承压，行业竞争挤压生存空间和格力渠道扁平化改革的影响。2025 年上半年消费电器业务同比下滑 5.09%，但与此同时随着董明珠健康家门店在全国的扩张，冰洗、净水业务同比增长明显，改变了传统门店非空调品类弱势的局面。

工业制品及绿色能源业务线：格力以空调制造为起点，通过核心部件自研、产业链并购整合、跨界技术突破，逐步完成从单一家电制造商到覆盖全产业链的布局。工业制品业务中

研发的核心部件涵盖压缩机、电机、电容、芯片、磨具&精密制造等。2004 年收购集团旗下的凌达压缩机、格力电工等子公司，进一步加强和完善了配套产业链，目前格力压缩机的自研自产率较高。2016 年格力智能装备产业园在湖北武汉蔡甸经济开发区正式开建，主要从事工业机器人、智能自动化设备、高端数控机床、精密模具等产品的研发、生产和销售；2018 年格力投资成立珠海零边界集成电路有限公司，布局芯片业务，目前珠海 6 英寸 SiC 芯片工厂已实现规模化生产，这是亚洲首座全自动化 IDM 工厂，良率稳定在 99%以上，2022 年收购盾安环境，大幅提升制冷阀件自给率。

绿色能源业务始于 2021 年收购珠海银隆，后更名为“格力钛”，主要业务包括钛酸锂电池、新能源汽车和储能系统。2026 年 1 月公布光伏直驱利用率可达 99%，较常规系统效率提升 6-8%。自 2022 年绿色能源业务和工业制品业务合并统计后，营收同比快速增长，但在 2024 年由于行业竞争挤压空间导致增速放缓，同比增长 0.8%，2025 年上半年伺服电机技术迭代，营收 95.91 亿元、增速回升，同比增长 17.13%，营收增长势头良好。

智能装备业务线：已成为公司向高端制造转型的核心抓手与未来重要增长极，旨在将格力从“空调制造”转向“装备制造”，为工业 4.0 提供支持，主要涵盖工业机器人、数控机床、智能物流仓储、伺服机械手&自动化生产线。

2024 年智能装备板块营收 4.24 亿元，由于技术转化与市场需求匹配度不足和自研自用模式缺乏市场竞争力等因素，较 2023 年的 6.70 亿元同比下滑 36.68%。从在公司整体营收中的占比来看，该板块营收占比仅为 0.22%，但板块内核心的数控机床业务实现突破，增长迅速。2025 年上半年，智能装备板块触底回升，实现营业收入 3.14 亿元，同比增长 20.90%，远超格力整体营收同比。

图 3：公司产品矩阵



资料来源：公司公告，申万宏源研究

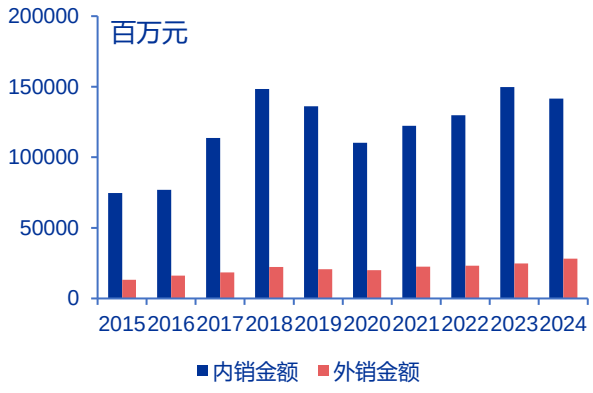
格力电器以国内市场为核心，业务结构呈现“内销主导、外销转型提速”的格局。2025 年上半年，公司内销同比下滑 5.27%，主要受中央空调项目市场乏力及家用空调中高端需求承压影响，外销则同比增长 10.19%，自主品牌出海与海外标杆工程中标成为核心驱动力。

回顾 2015 至 2024 年的十年变化，内外销占比差距先扩大后收窄，折射出公司以渠道变革深耕国内、从传统出口到主动品牌出海的战略转型。2015 年公司内外销占比分别为 84.83%和 15.17%，2015 至 2017 年，国内空调市场在消费升级和地产周期驱动下爆发式增长，公司凭借空调主业的强势地位充分承接红利，内销贡献处于高位。同期外销以代工为主，缺乏自主渠道和品牌溢价，增速不及内销，内外销差距拉大。

2018 至 2021 年，行业景气下行与疫情冲击叠加，公司主动进行渠道扁平化改革，推动线上线下融合新模式，短期内销售份额承压，内销占比从 86.95%降至 84.44%。而外销方面不再单纯依赖代工订单，而是通过自主品牌推广与标杆工程切入中东、东南亚、北美等海外增量市场，外销占比由 13.05%提升至 15.56%。

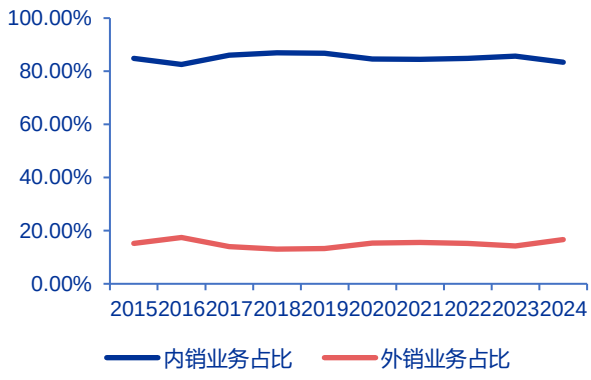
2022 至 2024 年，随着国内经济恢复与家电以旧换新政策落地，叠加公司持续推进零售营销模式变革，内销稳定在 83%-86%。外销端，针对中东、北美等不同气候带推出的差异化产品持续打开市场，海外标杆工程的中标密度以及覆盖区域扩大，出口产品结构转向以自主品牌为主的高附加值出海，外销进入加速增长通道，占比从 15.19%攀升至 16.62%，2024 年外销增速达 13.25%。

图 4：2015-2024 内销占主导、外销波动中扩张



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：2015-2024 内外销占比差呈逐步收窄态势



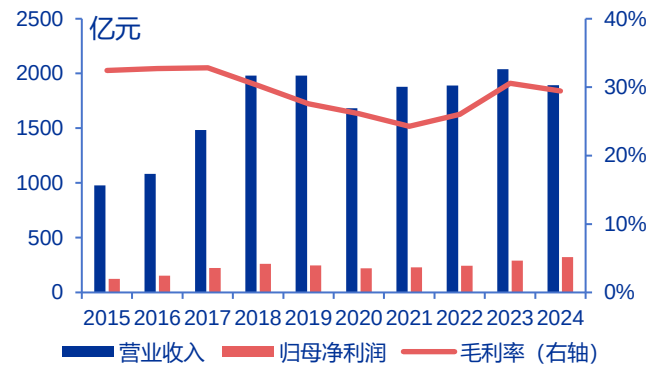
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2015 年，在行业整体增速放缓背景下，格力主动进行业务调整，盈利表现出较高的稳定性。受家电行业整体增速下滑的宏观环境影响，且公司正处于调整转型关键年，因消化前期积累的渠道库存，当年营业收入同比下降 29.04%至 977.45 亿元。但公司通过主导产品结构升级、严格执行各项成本控制，实现了利润端的平稳过渡，归母净利润同比下降 11.46%，综合毛利率依然维持在 32.46%的较高水平，在行业下行期维持了整体的经营质量。**2016 年**

仅供内部参考，请勿外传

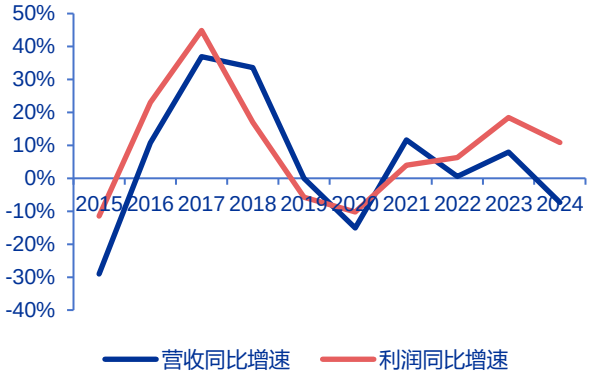
至 2018 年，格力受益于行业整体增长，规模与利润同步提升扩张。受连续一年多房地产市场交易活跃带来的延续效应刺激，国内空调需求大幅增长，国内空调行业迎来强劲复苏，格力充分承接红利。三年间，公司营业收入从 1083.03 亿元持续增长至 1981.23 亿元。伴随营收规模快速上升带来的固定成本分摊与各项费用率下降，归母净利润由 154.21 亿元同步增长至 262.03 亿元。在这一扩张阶段，公司盈利能力因规模效应保持稳定，主营业务综合毛利率在 2017 年达到 32.83%。2018 年主要受大宗原材料价格上涨带来的成本端影响，综合毛利率下降至 30.23%。**2019 年至 2022 年，是格力在渠道改革与外部宏观因素双重作用下的业绩波动与盈利下降阶段。**2019 年，公司营业收入维持在 1981.53 亿元，但为应对新能效标准实施预期下的激烈行业竞争，公司实施了积极的促销政策以维持市场份额，导致毛利率下降至 27.58%，归母净利润回落至 246.97 亿元。2020 年，受外部宏观环境对线下终端零售的直接冲击，公司营业收入下降至 1681.99 亿元，归母净利润减少至 221.75 亿元。2021 年与 2022 年，市场需求逐步恢复，公司营业收入虽回升至 1878.69/1889.88 亿元，但受大宗原材料价格大幅上涨叠加行业价格竞争的影响，综合毛利率在 2021 年降至 24.28%；2022 年，在产品提价与初步成本管控的作用下，毛利率小幅回升至 26.04%。该阶段公司正处于彻底重构原有渠道体系的过渡期，整体盈利能力经历了明显的下降。**2023 年至 2024 年，格力降低对单纯规模扩张的依赖，确立了以提升利润率为核心的经营模式。**2023 年，随着渠道改革成效显现，受益于中高端产品竞争力的提升以及数字化转型带来的成本优化，公司盈利能力实现显著改善，营业收入达到 2039.79 亿元，毛利率回升至 30.57%，归母净利润增长至 290.17 亿元。到了 2024 年，公司营业收入小幅下降至 1891.65 亿元，这主要由于公司为优化业务结构，主动大幅收缩了利润率低下、与主业协同性弱的大宗原材料贸易等非核心业务。在主动精简低效业务的战略动作下，公司主营业务综合毛利率依然保持在 29.43%，归母净利润凭借渠道重构后的内部费用控制与产品结构高端化，增长至 321.85 亿元，创下近年新高。

图 6：2015-2024 毛利率保持韧性，利润逆势增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：近年利润增速跑赢营收增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 从国资控股到多元共治，核心团队掌控话语权

国资控股，奠定基础亦藏隐忧。1989 年格力电器成立，股权结构由珠海经济特区工业发展总公司折价出资及社会募集共同构成，整体呈现国资主导格局。1992 年，公司股权划转至珠海国资委全资控股的格力集团，格力集团自此成为公司控股股东。1996 年公司实现上市，此后几年股权结构较为稳定，截至 2006 年 3 月，格力集团持股 50.28%，格力地产持股 8.38%，国资合计持股比例达 58.66%，形成控股态势。此阶段国资主导的股权结构为公司初期业务拓展与规模扩张提供了稳定的资金支持及资源保障，但同时也伴随国企普遍存在的决策流程冗长、效率偏低等问题，为后续股权改革埋下伏笔。

股改落地成转折点，国资退至相对控股。2006 年成为格力电器股权改革的核心转折点，核心标志为股权分置改革的正式落地。2 月 28 日，公司召开股权分置改革相关股东会议，最终方案获参与表决流通股股东高赞成率通过，具体实施方案为流通股股东每 10 股获送 2.7 股股票。此次股改的核心意义在于彻底打破非流通股与流通股之间的制度壁垒，显著提升资本市场投资者信心，市场反应立竿见影——股改预案复牌后公司股价随即涨停，后续股价持续攀升并屡创历史新高。从股权结构变化来看，股改完成后格力集团持股比例降至 41.36%，格力地产持股比例降至 6.89%，国资合计持股比例首次跌破 50%至 48.25%，公司股权结构转变为相对控股。该阶段董明珠通过股权激励机制获得相应股份，股权话语权进一步提升，为其深度参与后续股权改革奠定重要基础。

管理层持股落地+增发摊薄，董明珠全面主导经营。该阶段公司管理层持股机制逐步建立。2005-2007 年期间，格力电器分三次从格力集团手中受让合计 4.23%的股权，专项用于管理层股权激励，使管理层逐步具备一定投票权，强化了管理层与公司利益的绑定。2007 年 12 月及 2012 年 1 月，公司两次实施增发，进一步摊薄了国资持股比例。2012 年 5 月成为公司发展的重要分水岭：董明珠在担任总裁 11 年后，正式接替朱江洪出任公司董事长并续任总裁，实现对公司经营管理的全面主导。截至此时，格力集团及格力地产合计持股比例降至 19.37%，首次低于 20%，国资彻底失去绝对控股地位。董明珠正式成为公司股权改革的核心推动者，主导后续一系列关键股权及管理架构调整。

里程碑式混改，进入无控股股东时代。2019 年，格力电器股权改革迎来里程碑式突破。在董明珠的积极推动下，格力集团启动所持公司股权转让事宜，当年 12 月，格力集团与高瓴资本旗下珠海明骏签署股份转让协议，以 417 亿元转让 9.02 亿股股份（占公司总股本 15%），珠海明骏自此成为公司第一大股东。此次股权交割完成后，格力电器正式进入“无控股股东、无实际控制人”的治理阶段，格力集团持股比例大幅降至 3.22%。这一结果与董明珠长期主张的“去行政化、强化企业自主经营权”发展理念高度契合。从股权绑定设计来看，高瓴资本通过特殊架构设计实现与管理层的深度绑定，核心目标在于保障董明珠管理团队的主导地位。具体来看，珠海明骏的顶层决策机构为珠海毓秀，由董明珠掌控的格臻投资持股 41%，为珠海毓秀第一大股东，形成管理层对核心决策环节的有效影响。

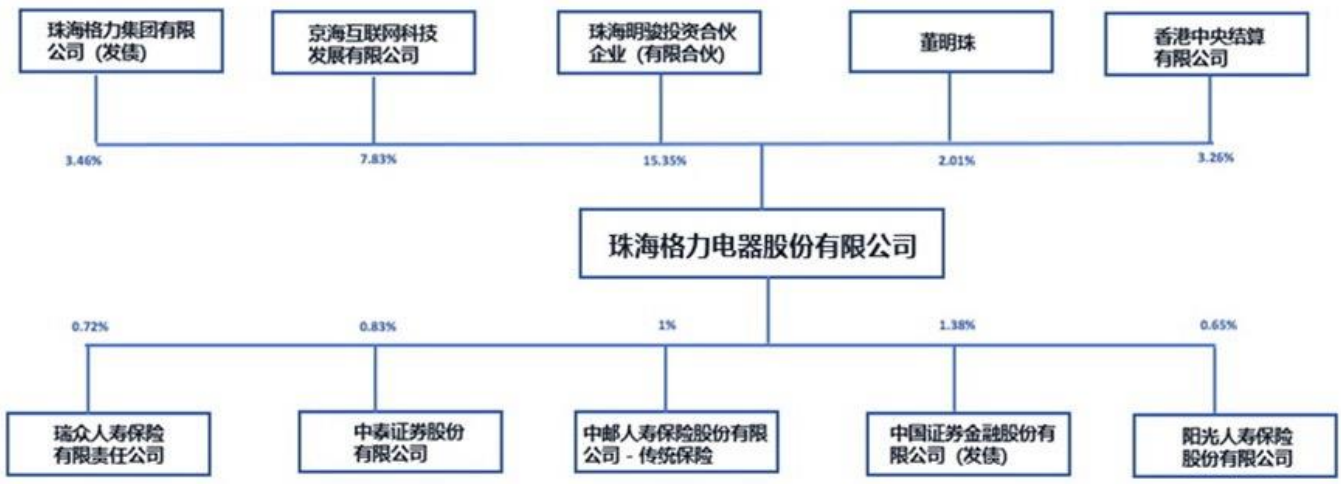
董明珠巩固话语权，治理架构完成交替。2021 年，在董明珠的主导下，格力电器推出史上规模最大的员工持股计划。其中，董明珠个人认购 3000 万股，出资超 8.3 亿元，占此次员工持股计划比例达 .% ，通过此次持股计划，董明珠一跃成为公司核心控股股东之

仅供内部参考，请勿外传

一，进一步巩固了其在公司的话语权；截至 2025 年 4 月，董明珠持有格力电器股份超 1 亿股，同时仍是第一大股东珠海明骏的一致行动人，牢牢掌握公司核心话语权。

公司管理层结构于 2025 年 4 月完成重大换届，形成**“董明珠掌舵、年轻化团队执行”**的核心治理架构。具体来看，副总裁舒立志、核心工程师钟成堡出任公司新任董事，替换前届董事郭书战、邓晓博；管理层层面，张伟接替董明珠担任公司总裁，舒立志、方祥健继续担任副总裁，刘华、李绍斌、胡余生、王凯出任新任副总裁，庄培（退休）、谭建明（退休）、邓晓博不再担任副总裁职务，管理层团队实现新老交替与优化。截至 26 年一季报，格力电器最大单一股东珠海明骏持股比例为 15.35%，第二大股东京海互联代表经销商体系利益，持股比例为 7.83%，其与公司的深度绑定为格力电器销售渠道的稳定运行提供重要支撑。第三大股东香港中央结算公司持股比例为 3.26%。国资背景的珠海格力集团仍稳定保留部分股权参与。董明珠个人持股比例为 2.01%，混改后其在公司的话语权显著增强。从股权穿透来看，董明珠通过“格臻投资→珠海明骏及格臻投资→珠海毓秀→珠海贤盈→珠海明骏”的多层架构，间接持有珠海明骏部分权益，且作为第一大股东珠海明骏的一致行动人，形成对公司决策的核心影响力。

图 8：截至 2026Q1 公司股权结构情况（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

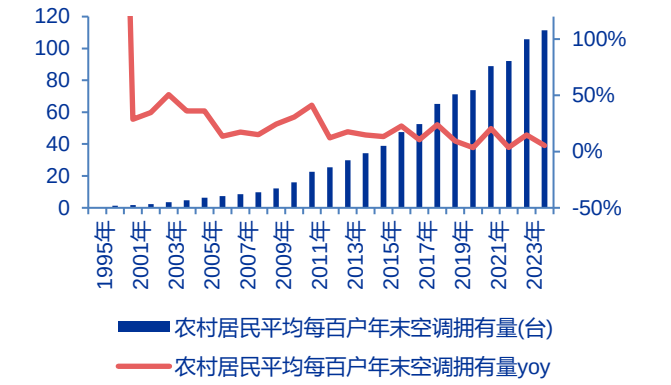
仅供内部参考，请勿外传

2. 家空行业内外共振

2.1 需求迭代与格局重塑：中国空调行业渗透率快速提升，寡头格局稳固

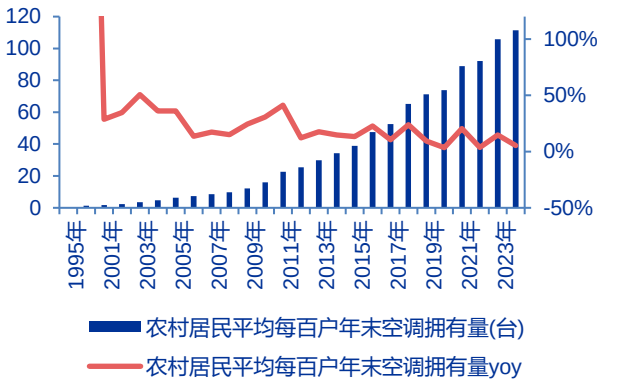
从行业发展周期来看，2000 年以来中国空调行业逐步完成从低渗透率到存量更新的全阶段演进，行业整体呈现“需求迭代升级、供给格局集中、竞争维度进阶”的发展特征。从核心演进逻辑来看，需求端呈现“城镇率先爆发—城乡同步增长—存量更新主导”的梯度变化，空调渗透率持续攀升至行业高位，需求驱动力从新增购置转向存量替换与农村市场补量；供给端则实现从外资品牌垄断到本土品牌崛起、从多强竞争到双寡头领跑的格局跃迁，行业集中度持续提升，中小品牌加速出清；竞争逻辑逐步从规模扩张、价格博弈，向技术研发、渠道布局、产品高端化的多维竞争升级，行业竞争壁垒持续筑牢。下文将分阶段拆解行业需求特征、供给格局、市场竞争及渠道变革。

图 9：农村空调百户保有量增长趋势



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 10：城镇空调百户保有量增长趋势



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

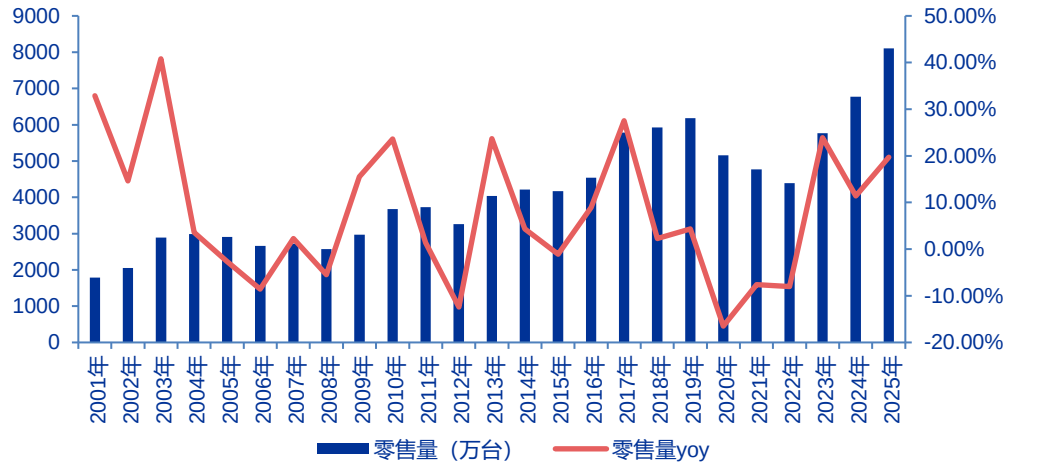
2000 年之前，中国空调行业处于快速发展的导入期，**呈现“外资主导、需求爆发、本土崛起”的格局。需求端呈现爆发式增长**，城镇居民每百户空调保有量从 1995 年的 8.09 台飙升至 2000 年的 30.80 台，农村市场 1995-2000 年每百户保有量从 0.18 台增长至 1.32 台。需求增长主要得益于两大因素，一是城镇居民收入水平提升推动消费升级，二是住房制度改革催生新增住房需求，空调从“奢侈品”逐步向普通家电转变，市场呈现明显的供不应求状态，产品库存维持在较低水平。**供给端份额呈现“外资收缩、本土扩张”的变化**，早期市场由松下、三菱、日立等外资品牌主导，凭借技术优势占据较高市场份额；随着国内企业技术积累加快，海尔、格力、美的、春兰等企业通过引进消化吸收再创新，逐步突破压缩机等核心技术，同时大规模扩建产能。政策层面虽无直接补贴政策，但国家鼓励技术引进和国产化替代，为本土企业提供了良好的发展环境，同时宏观经济稳定增长为行业发展奠定了坚实基础。

2000-2004 年，中国空调行业步入**产能快速扩张、供需格局逆转、头部初现**的调整阶段，外资品牌相较此前垄断市场的格局已明显没落，本土品牌崛起成为大的趋势。**需求端，城乡居民空调保有量延续高速增长态势，成为拉动销量增长的核心动力**，城镇居民每百户空调保有量从 2000 年的 30.8 台提升至 2004 年的 69.81 台，4 年间增幅达 126.7%；农村居民每百户空调保有量从 2000 年的 1.32 台增至 2004 年的 4.7 台，增幅高达 256.1%。保有量飙升的核心原因在于居民收入水平持续提高、城镇化进程加快，叠加房地产市场发展带来的新增住房配套需求，空调从“高端家电”加速转向“家庭刚需”，直接推动行业零售量从 2001 年的 1790 万台增长至 2004 年的 2991 万台。

供给端，本土企业扩产节奏全面提速，格力、美的、海尔等头部纷纷加码产能布局，行业供需关系从“供不应求”转向“供给过剩”。2004 年行业零售量同比增速降至 3.6%，较 2003 年 40.8%的增速大幅回落，产能过剩直接引发全行业价格战：空调产品均价从 2001 年的 3380 元降至 2004 年的 2193 元。价格战倒逼市场洗牌，中小品牌加速退出，2000 年国内空调品牌约 400 家，到 2004 年仅剩 50 家左右。这一阶段外资品牌虽通过在华设厂、降本适配等方式维持了一定份额规模，但其品牌溢价优势大幅削弱，再难重现此前高市场份额的主导地位，相较早年的市场影响力已显著没落。

市场格局层面，头部品牌份额持续集中，海尔因同期全力推进全球化布局分散国内精力、旺季产能供给不足难以承接市场需求，叠加对行业价格战应对偏保守，市场份额从 2001 年的 25.1%降至 2004 年的 20.2%，份额逐步出让给格力与美的；格力份额从 2001 年的 7.2%提升至 2004 年的 10.5%，美的份额稳定在 10.3%左右，海尔、格力、美的三家头部稳固行业前三地位，2004 年合计占据 41.0%的市场份额，行业“三强争霸”格局初步形成。

图 11：空调行业零售量波动增长及增速



资料来源：中怡康，申万宏源研究

2005-2008 年，中国空调行业进入**价格回升、去库存主导、格局重塑**的转型阶段，行业从规模扩张转向质量提升，本土头部的技术与规模优势全面凸显。**需求端，城乡居民百户空调保有量增速明显放缓**，城镇居民每百户空调保有量从 2005 年的 80.67 台增至 2008 年的

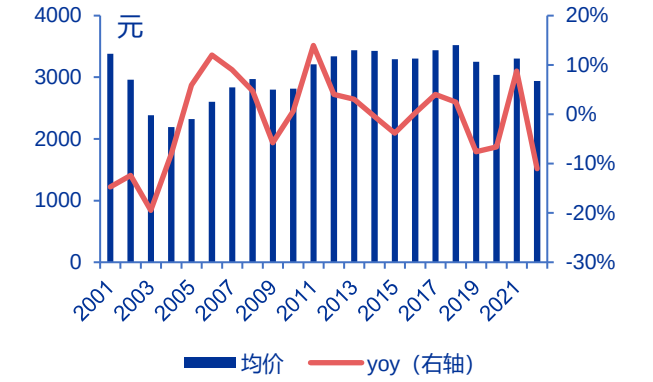
仅供内部参考，请勿外传

100.28 台，3 年间增幅收窄至 24.3%；农村居民每百户空调保有量从 2005 年的 6.4 台提升至 2008 年的 9.82 台，虽仍保持较高增速，但基数较低对行业拉动作用有限。保有量增速放缓叠加前期产能过剩带来的高库存压力，直接导致行业销量增速陷入低迷，2005-2008 年零售量同比增速分别为-2.7%、-8.6%、2.3%、-5.5%，行业进入被动去库存周期。

供给端，此前的价格战告一段落，产品均价触底回升，从 2005 年的 2322 元逐步涨至 2008 年的 2970 元，3 年间涨幅达 27.9%，价格回升源于企业转向高端化布局与成本端压力传导。去库存周期加速行业洗牌，中小品牌加速出清，行业集中度进一步提升，TOP5 品牌市场份额从 2005 年的 54.8%提升至 2008 年的 63.3%。与此同时，本土企业突破压缩机等核心技术瓶颈，自主化生产能力大幅提升，彻底摆脱对外资技术的依赖。外资品牌虽在此期间有小幅份额波动，但再难对本土头部形成威胁。

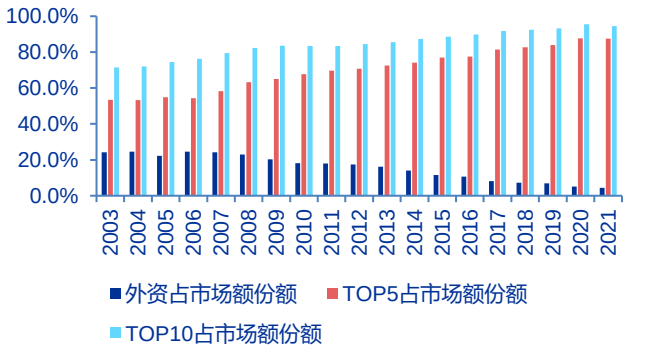
市场格局层面，头部位次迎来关键更迭，海尔因渠道策略调整与同期的格力美的有一定差距、多元化战略分散资源，市场份额从 2005 年的 18.6%进一步降至 2008 年的 14.4%，逐步让出行业第一的位置；同期格力份额从 11.4%攀升至 21.0%，美的份额从 12.6%增至 16.9%，格力、美的成功实现对海尔的超越，行业头部正式切换为“格力+美的”双寡头雏形，海尔、格力、美的三家合计市场份额稳定在 40%以上，行业竞争壁垒持续加固。

图 12：空调行业均价波动趋势



资料来源：中怡康，申万宏源研究

图 13：外资份额萎缩与头部品牌份额提升



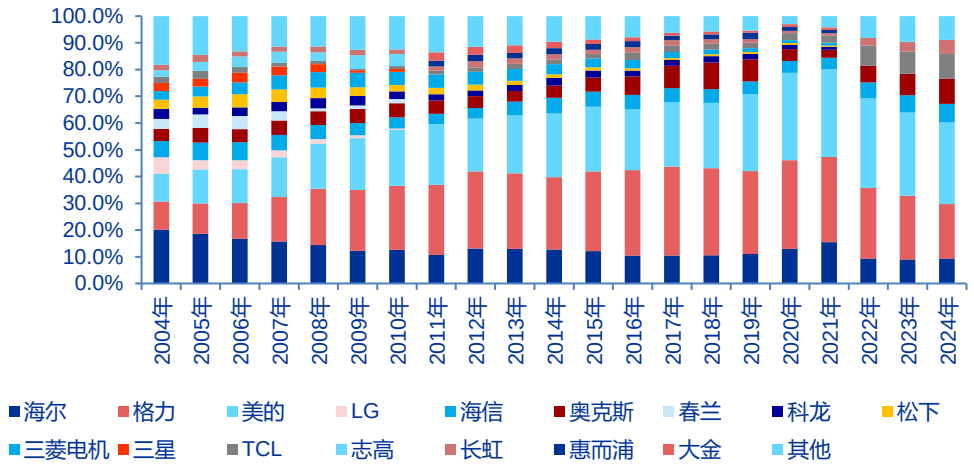
资料来源：中怡康，申万宏源研究

2009-2013 年，中国空调行业步入**城市渗透率阶段性见顶、政策驱动增长、头部稳固地位的成熟阶段**，行业增长逻辑从居民自发需求转向政策刺激拉动。**需求端，城市市场空调渗透率进入阶段性高点**，城镇居民每百户空调保有量从 2009 年的 106.84 台降至 2013 年的 102.2 台，城市市场空间收窄导致行业销量遭遇瓶颈。在此背景下，国家推出家电下乡等补贴政策，大力激活农村市场消费潜力，政策刺激下行业销售保持增长态势，仅 2012 年受市场需求疲软影响，零售量同比下降 12.4%，其余年份均维持正增长，2013 年零售量达到 4040 万台，同比增幅达 23.7%。这一阶段产品均价不再大幅回落，从 2009 年的 2798 元增长至 2013 年的 3441 元，源于政策补贴对冲了企业的成本压力，同时头部企业主动控制价格波动以维护市场秩序。

供给端层面，行业集中度进一步提升，格力、美的稳居行业前二的位置且优势持续扩大。格力凭借核心技术突破与渠道壁垒加固，市场份额从 2009 年的 22.7%攀升至 2013 年的 28.3%，实现稳步扩张；美的依托产业链垂直整合与全渠道协同发力，份额从 19.4%增至 21.7%，与格力共同形成双寡头格局；外资品牌因技术优势弱化、渠道布局滞后且应对市场变化被动，加速撤退，市场份额从 2009 年的 20.3%降至 2013 年的 16.3%，在华存在感持续弱化。政策红利与头部企业的渠道、技术优势共振，推动行业 TOP5 品牌市场份额从 2009 年的 65%提升至 2013 年的 72.4%，行业竞争壁垒进一步加固，中小品牌因缺乏规模效应与技术储备，生存空间被持续挤压。2014-2018 年，中国空调行业迈入**渠道变革、需求接力、双雄领跑**的高质量发展阶段，电商崛起与地产后周期红利共同推动行业销售平稳增长。**需求端**，地产后周期效应持续释放，新增住房交付带动空调配套需求旺盛，叠加存量市场更新需求逐步释放，成为行业增长的核心支撑；与此同时，电商渠道快速崛起，线上渗透率从 2014 年的 7.8%提升至 2018 年的 37.4%，渠道变革打破线下地域壁垒，进一步激活下沉市场消费潜力。双重因素驱动下，行业零售量从 2014 年的 4215 万台增长至 2018 年的 5924 万台，年均增速超 8%，整体保持平稳增长态势。这一阶段产品均价稳中有升，从 2014 年的 3426 元小幅上涨至 2018 年的 3520 元，价格平稳增长源于消费升级下高端机型占比提升（格力布局晶弘高端品牌、美的发布 COLMO 高端子品牌），抵消了线上渠道的价格竞争压力。

市场格局层面，行业集中度进一步向头部靠拢，格力、美的双寡头优势持续扩大，份额实现同步扩张。格力市场份额从 2014 年的 27.1% 提升至 2018 年的 32.5%，稳居行业第一；美的市场份额从 2014 年的 23.9% 增至 2018 年的 24.5%，紧随其后。两家企业合计市场份额超 56%，对行业的掌控力持续增强。外资品牌份额进一步萎缩至 7.2%，其市场存在感持续弱化，中小品牌则加速退出市场，**行业呈现“双雄领跑、梯队分明”的竞争格局。**

图 14：空调行业份额持续向头部集中



资料来源：中怡康，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

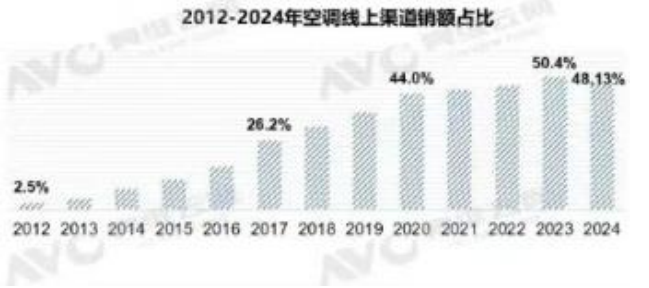
2019 年至今，中国空调行业步入**存量主导、需求承压、渠道分化**的深度调整阶段。需求端高渗透率与地产疲软形成双重压制，政策补贴与渠道变革成为拉动行业的核心变量，供给端则呈现双寡头份额集中、美的线上突围赶超的竞争格局。**需求端：高渗透率叠加地产低迷，需求增长动力趋弱。**空调市场渗透率已进入高位区间，增量空间大幅收窄。2019-2024 年，城镇居民每百户空调保有量从 148.3 台提升至 175.7 台，农村居民每百户保有量从 71.3 台增至 111.5 台。保有量提升的核心驱动力为农村市场消费升级与城镇家庭“一户多机”的更新需求，而非首次购置需求。

叠加房地产行业景气度下行，住房配套需求持续走弱，行业零售量增长陷入低迷。2020-2022 年行业零售量连续三年同比下滑，降幅分别达 16.5%、7.6%、8.0%。在此背景下，国家及地方推出的**以旧换新补贴**政策成为阶段性刺激因素，其核心逻辑在于降低存量市场更新成本，精准匹配当前“旧机替换”的主流需求，部分抵消了地产下行与渗透率见顶的负面影响。

供给端：双寡头份额持续集中，美的线上发力实现赶超。行业集中度持续向头部品牌靠拢，格力与美的的份额竞争成为核心主线。格力依托线下渠道积淀与品牌口碑，市场份额从 2019 年的 31.0%小幅扩张至 2021 年的 31.9%。美的凭借线上渠道的先发布局，实现份额加速扩张并完成赶超。2019-2021 年，美的整体市场份额从 28.7% 提升至 32.8%，超越格力的 31.9%。美的份额反超的核心原因在于线上渠道的差异化竞争优势，其提前布局电商专属机型与“送装一体”服务，契合年轻消费群体线上购物习惯。反观格力，线上渠道转型节奏偏缓，份额增长主要依赖线下传统优势市场，最终在整体份额竞争中被反超。

渠道变革：线上占比持续攀升，成为核心销售阵地。全行业线上化趋势进一步深化，线上渠道从补充性渠道升级为核心销售阵地。2017-2024 年，空调线上零售额占比从 26.2%提升至 48.1%，线上渠道占比提升的核心驱动力有两点：一是电商平台流量红利与促销活动密集，拉动下沉市场消费需求；二是线上渠道价格透明度高，适配存量市场消费者“比价选品”的决策习惯。线上渠道的崛起重塑了行业竞争格局，成为新兴品牌突围与头部品牌份额增长的关键抓手。

图 15：空调行业线上销售占比快速提升至 2023 年



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

图 16：空调线上增速已与全渠道增速基本重合，渠道效率基本触顶



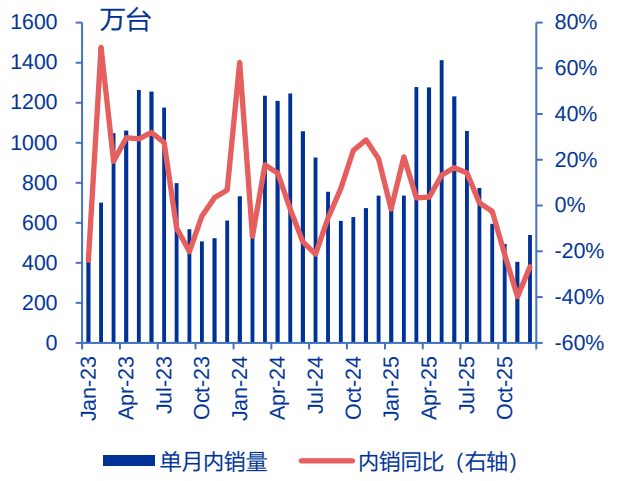
资料来源：奥维云网，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

2.2 内销以旧换新刺激，出口仍具强潜力

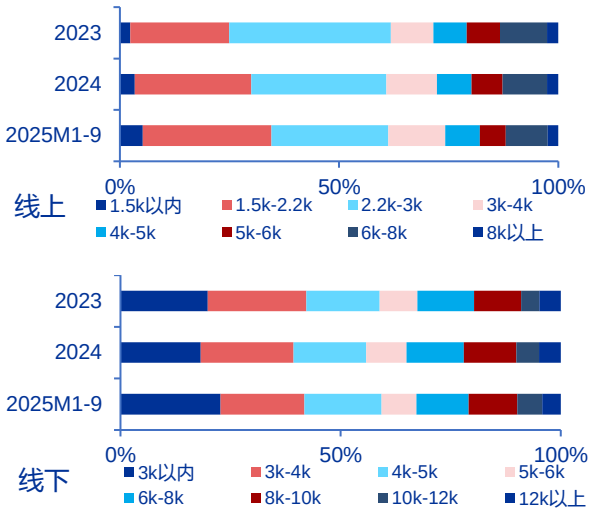
2025Q1-3 空调销售在以旧换新政策刺激下表现较优，但后期基数压力较大；均价混战明显影响份额结构。根据奥维云网数据，2025Q1-3 空调线上销额同比+19%，线下销额同比+17%，受国补政策驱动红利明显，但渠道商与品牌方联动的多重补贴方案也使得行业均价持续下探，低端机型市场占比明显增长，高端机型需求承压，行业出现价格混战且在线下市场更为明显。线上空调 1.5k 以内产品占比由 2024 年的 3.4%提升到 2025M1-9 的 5.2%，线下 3k 内占比由 18.2%提升至 22.7%。行业结构性的变化对空调厂商的份额产生了不同程度的影响，格力空调均价高，倾向于主动放弃价格战保护高端品毛利，出货端份额由 2024 年 11 月的 34.2%小幅下降至 2025 年 12 月的 30.6%，美的、海尔低端占比更高且推进较快，采用多品牌全价位段布局，出货端份额分别由 29.7%/10.4%变为 37.1%/14.8%。2025Q4 以来，空调销售端基数压力较大，价格端则在经历了混战后逐渐恢复至平稳。

图 17：空调出货端内销量目前面临国补高基数压力



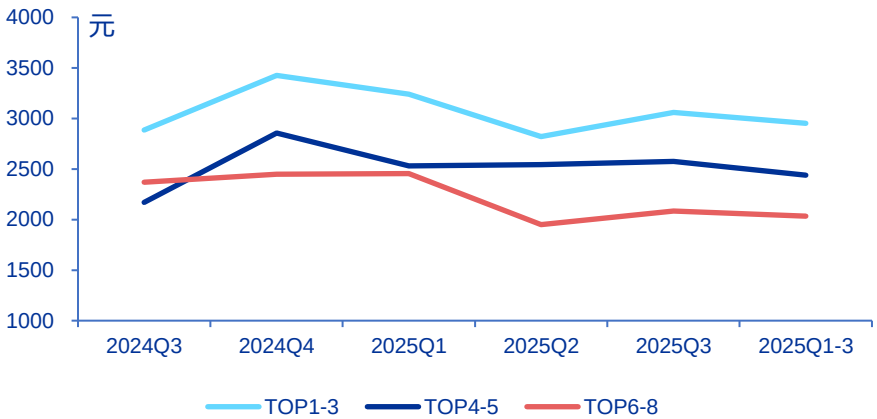
资料来源：产业在线，申万宏源研究

图 18：空调价格带分布向低端倾斜



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

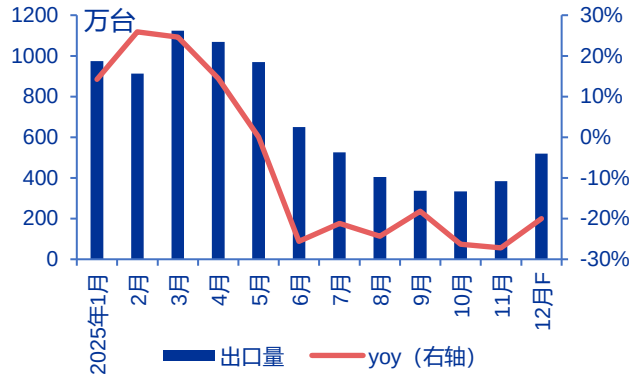
图 19：2025 年线上空调 TOP10 品牌均价整体呈现下行趋势



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

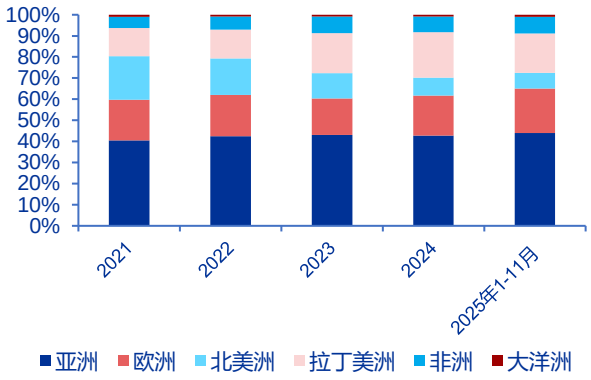
出口市场仍具较强潜力，受关税影响结构分化。2025 年上半年在海外需求、后续贸易摩擦加剧等预期因素影响下，我国家用空调出口保持较快增速，6-11 月则因面临库存消化、北美关税等加速下滑。长期来看，非洲等新兴区域仍具备较大的渗透空间及潜力，南欧等地气候影响直接，空调渗透率仍有提升空间，北美系关税扰动而非需求消失。地区结构上，出口至欧洲地区占比由 2023 年的 17.4%提升至 2025M1-11 的 21.1%，北美占比 11.9%下降至 7.5%，非洲占比超越美洲，亚洲、拉丁美洲则保持相对平稳。

图 20：我国空调出口量 25 年 4 月后受关税影响



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

图 21：出口新兴区域份额扩张



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

3. 发力新兴领域，多元破局

3.1 多元化+全球化+全产业链布局构筑长期壁垒

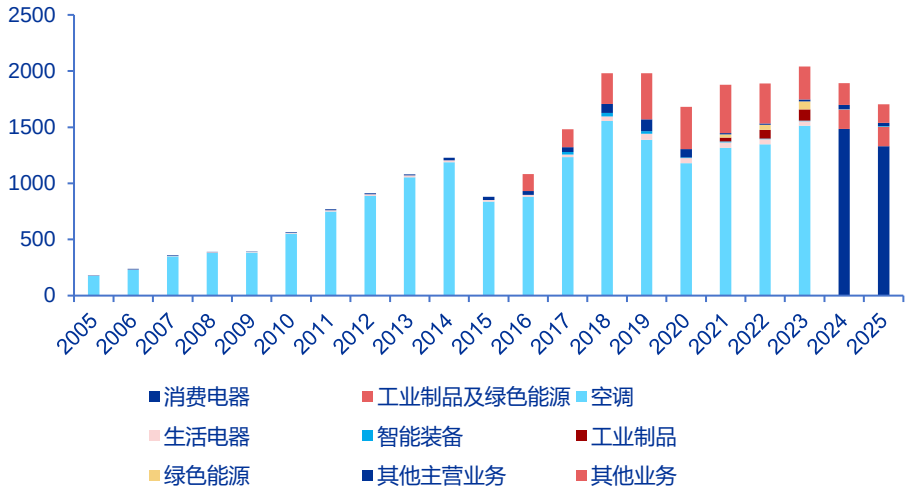
3.1.1 多元化发展战略：专业化为基的全产业链布局

格力多元化战略历经十余年演进，完成了从初步探索到全面布局的战略跨越。2012 年公司首次明确多元化方向，提出在专业化基础上推进产业纵深一体化与制冷相关横向多元化，定下“五年再造一个格力”的核心目标；2014 年锚定向多元化集团企业转型的方向，确立了主业固本、技术导向多元化、上游产业拓展三大主线；2016 年正式宣布进入多元化时代，围绕智能家电、智能制造两大板块全面拓界；后续持续深化布局，业务边界从传统家电制造延伸至高端装备、半导体、新能源等多个领域，最终形成家用消费品与工业装备两大领域全覆盖的产业格局，实现了从单一空调企业向多元化、科技型全球工业集团的转型。

格力、美的、海尔作为国内白电行业三大头部，虽均以家电主业为起点推进多元化转型，**但在战略启动时点、演进节奏、扩张模式与布局逻辑上，形成了截然不同的发展路径。美的**多元化布局起步最早，1980 年进入家电行业便开启品类拓展，1993 年上市时已明确多元化经营方针，始终坚持“并购整合+市场化拓展”的模式，通过收购快速完成家电全品类覆盖与工业、医疗、新能源等跨产业布局，走的是“消费+工业”双轮并行的市场化多元化路径；海尔 1991 年正式确立多元化战略，以“兼并收购+全球化+生态化”为核心，先通过并购完成家电品类扩张，再依托全球化布局完善高端家电品牌矩阵，后续向智慧住居、大健康等生态赛道延伸；而格力多元化战略启动显著晚于两家同行，2012 年才首次明确多元化方向，2016 年才正式宣告进入多元化时代，战略起步滞后近 20 年，且始终坚守“技术相关多元化”逻辑，以自主研发为核心扩张方式，优先推进产业链纵向一体化的工业类多元化，极少通过并购实现扩张，演进节奏也更为稳健保守。

三家企业的多元化落地成效呈现显著分化，各自的战略优势与短板也十分鲜明。美的多元化布局最为均衡，家电全品类均稳居行业前列，机器人与自动化、新能源等工业板块也形成了规模化业绩贡献，多元化业务有效平滑了主业周期，成为行业多元化发展的标杆，仅在多业务整合与协同效率上存在小幅挑战；海尔多元化在家电全球化与高端化上成效突出，智慧住居与大健康赛道形成了生态化优势，但跨产业业务的规模化业绩贡献仍待提升，多元化的盈利转化效率不及美的；格力多元化呈现出“强工业、弱消费”的鲜明特征，高端装备、半导体、核心零部件等工业领域实现了关键技术突破，打破了海外垄断，筑牢了长期技术壁垒，但消费类家电多元化发展不及预期，新业务尚未形成规模化利润支柱，对空调主业的依赖度仍居高不下，多元化的业绩兑现能力有待提升。

图 22：格力 2015 年后多元化业务占比明显提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：2024 年后公司业务分类口径发生变化，空调等被归入消费电器分类

消费类家电多元化是格力横向拓展的核心方向，虽完成了全品类产品布局，但整体发展仍需突破。格力自 2014 年起将生活电器纳入多元化核心板块，推动空调、净水机、生活电器的全品类配套，2016 年单年度完成 346 个生活电器开发项目，后续逐步拓展冰箱、洗衣机、厨房电器、环境电器等品类，完成了白电全品类覆盖。从市场表现来看，仅电风扇、电暖器、空气能热水器少数品类跻身行业前列，2023H1 其电风扇、电暖器线上市占率均位居行业第二，而电饭煲、厨房小家电、冰箱、洗衣机等多数品类未能在红海市场实现突破，始终未能打破对空调主业的依赖。**战略层面，**格力始终坚持“技术相关多元化”逻辑，核心资源长期向工业技术领域倾斜，消费类小家电被定位于空调配套品类，而非独立战略业务，资源投入不足，且延续精品化思路，与小家电行业高性价比、快迭代、场景化的竞争逻辑错位；**渠道层面**，线上布局滞后，错失行业线上化红利。

表 1：抖音 618 预售品牌排行

排名	大家电品牌	小家电品牌
1	海尔	追觅
2	美的	美的
3	小米	飞科
4	小天鹅	友望
5	华凌	科沃斯
6	海信	石头科技
7	格力	徕芬
8	统帅	苏泊尔
9	方太	海尔
10	创维	奥克斯

资料来源：77 度，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

新能源与半导体业务是格力多元化的重要战略方向。公司**新能源业务**依托制冷技术优势实现跨界融合，核心技术突破显著。光伏储能空调领域，格力全球首创光伏直驱变频技术，“零碳源”系统已经落地于全球 35 个国家和地区，估算每年可实现减碳约 11 万吨。在锂电池与新能源整车领域，格力 2021 年通过收购格力钛完善产业链布局，其核心钛酸锂电池技术获中国专利金奖，但整体规模化与盈利能力仍待提升。此外，格力通过产业链纵向一体化实现了核心技术自主可控，打破了海外企业的长期垄断。在**核心零部件领域**，格力持续深耕压缩机、电机、电容、漆包线等品类，实现了空调主业全链条自主配套。电机产品从家电电机拓展至伺服/工业磁阻/新能源电机，2025 年研发的高功率密度伺服电机打破国外垄断，已在国内机器人头部企业批量应用，工业电机能效超越行业最高 IE5 标准。**半导体领域**，格力 2015 年布局芯片行业，2019 年实现量产落地，MCU 芯片年用量从 2019 年超 1000 万颗增长至 2024 年超 4000 万颗，功率半导体年用量超 3000 万颗，不仅实现自有产品全配套，还逐步向外部市场拓展；2025 年建成第三代半导体碳化硅晶圆生产线，实现“外延片-晶圆-封装”全流程自主可控，进一步夯实了技术壁垒。

表 2：格力半导体领域芯片应用广泛

芯片类型	应用领域	用量
32 位系列 MCU 芯片	家用空调、商用多联机、线控器、遥控器等终端产品上批量应用，可广泛应用于消费类电子、可穿戴设备、家居产品、健康医疗配套、商用大型机组、工业传感、高性能电机控制等领域	超过 4,000 万颗
功率半导体 FRD、IGBT、IPM、PIM	变频空调上批量应用，可广泛应用于家电、智能装备、新能源等领域	超过 3,000 万颗
AIoT SoC 智能芯片	空调产品上实现批量化应用，可以广泛应用于机器视觉、智能语音、HMI（人机界面）、智能家电等领域	

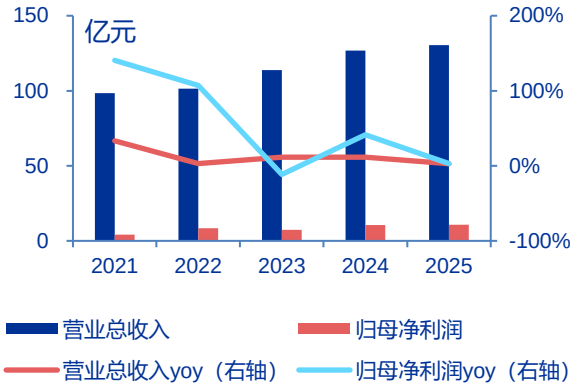
资料来源：公司公告，申万宏源研究

格力收购盾安环境，是其纵向一体化多元化战略的关键落地举措，既完善了制冷核心零部件产业链布局、补齐供应链短板，也为主业壁垒加固与跨赛道拓展提供了强力支撑。2022 年格力完成对盾安环境的收购，标的作为全球制冷元器件行业头部，产品覆盖 HVAC&R 全行业，核心产品截止阀市占率全球第一，四通阀、电子膨胀阀稳居全球前列，同时在新能源汽车热管理、核电、轨交、储能等领域实现深度布局，拥有国家级研发平台与成熟的技术体系，具备稳定的盈利能力。此次收购对格力多元化发展意义深远，主业端补齐了制冷阀件供应链短板，实现空调产业链全链条自主可控，进一步巩固主业头部壁垒；产业端与格力现有新能源零部件、工业装备等业务形成强协同，助力其快速切入新能源汽车核心产业链，打开特种领域 B 端业务增长空间；业绩端则能带来持续稳定的盈利贡献，平滑家电主业周期波动，强化多元化布局的抗风险能力。

图 23：盾安环境近年来整体呈现稳定扩张趋势

图 24：格力钛主要产品领域

仅供内部参考，请勿外传



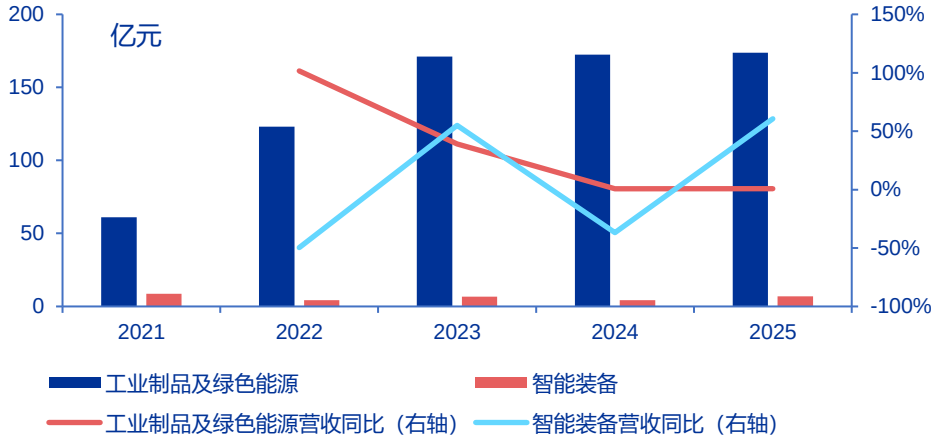
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：格力钛官网，申万宏源研究

格力通过收购格力钛完成新能源产业链深度布局，是其横向跨界新能源赛道、培育第二增长曲线的核心战略动作。2021 年格力完成对格力钛的收购，新增锂电池、新能源商用车等业务布局，核心标的拥有获中国专利金奖的钛酸锂电池技术，具备高安全、长寿命、耐宽温等核心优势，循环寿命超 40000 次，同时在电网调频、工业储能等多场景实现应用，形成了差异化技术壁垒。此次收购为格力多元化长期发展筑牢了新能源产业根基，技术端实现了与光伏空调、“零碳源”技术的深度协同，完善“光储空”一体化零碳解决方案，拓宽了主业产品的应用边界；产业端补齐了锂电池、新能源整车、工商业储能的技术与产业短板，构建起新能源全产业链布局，打破了家电主业的增长天花板；业务端与格力高端装备、精密模具等工业板块形成联动，既能实现内部配套，也能助力工业业务市场化拓展；长期来看，钛酸锂电池的差异化优势，让格力在储能细分赛道建立了独特竞争壁垒，为绿色能源产业长期发展奠定了坚实基础。

图 25：格力新业务整体呈现扩张趋势



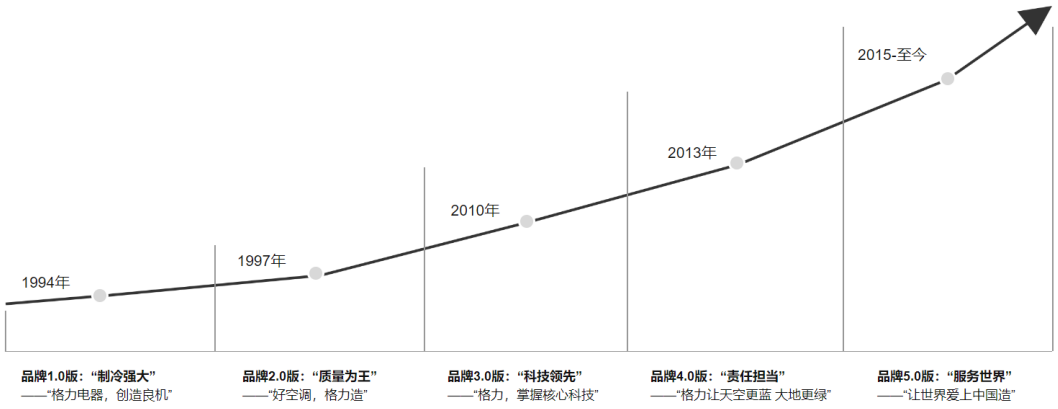
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.1.2 全球化战略：自主品牌锚定长期发展，技术与产品双轮驱动出海破局

格力电器全球化布局历经三十余年迭代，**完成了从 OEM 代工转型至自主品牌的战略跃迁。相较于**海尔自 1990 年、美的自 2000 年开启的系统化全球化布局，格力 1998 年正式进入巴西市场，但不同于行业并购整合、代工放量的常规出海模式，格力 2018 年启动自主品牌优先战略，资源集中于 GREE 和 TOSOT 双品牌建设，总部专门设立“全球自主品牌战略部”，海外自主品牌产品占出口总额比例从 2015 年的 30%提升至 2025 年 9 月的 70%，其中“一带一路”沿线国家市场占比超过 85%。

经过多年战略深耕，格力已形成了成熟的出海业务框架。产品端以空调品类为核心，针对全球不同区域气候与消费需求实现本土化适配，极限温区产品、区域定制化产品均实现市场突破；**区域端**产品已覆盖全球 190 多个国家和地区，自主品牌在加拿大、巴西、沙特、匈牙利、波兰、阿联酋、罗马尼亚等国家的家用空调市场占有率均为第一，欧美高端市场也通过标杆项目实现品牌破局；**渠道端**搭建三大品牌梯队与近 500 家全球代理商网络，**项目端**持续中标全球大型商用工程，以 ToB 标杆带动 ToC 品牌渗透。

图 26：格力共经历 5 次品牌升级，2015 年后重心放在“服务世界”

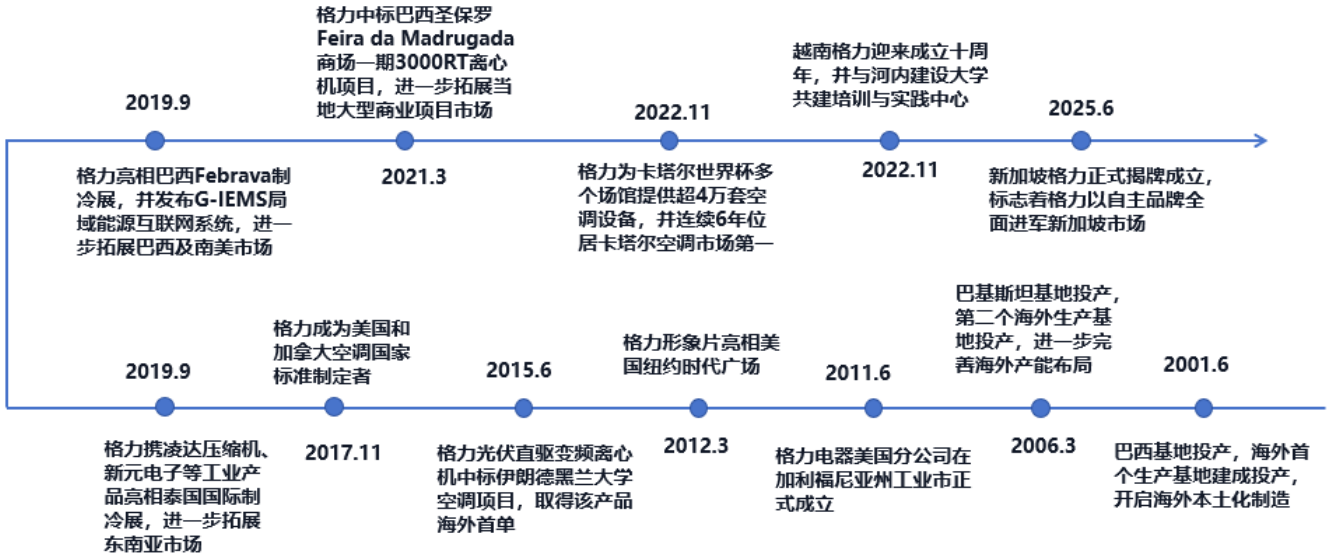


资料来源：公司官网，申万宏源研究

以自主品牌为核心的出海模式，构成了格力全球化布局的核心竞争优势。高自主品牌占比让格力摆脱代工低价竞争困境，能够通过品牌溢价实现更高盈利水平，本土化技术创新打造了产品差异化优势，针对海外市场痛点研发的极限环境适配、宽频高效运行技术均获评国际领先，精准解决了海外市场的行业共性难题。美国市场格力最初以低价的窗体机进入，随着品牌影响力提升以及技术升级，格力攻克美国高端别墅市场，在欧洲亦与当地经销商展开广泛合作，东南亚市场，格力在印尼推行的“5+10”服务，涵盖核心零部件更换、上门维修等全流程，定制化产品针对东南亚不同国家国情和市场需求。

仅供内部参考，请勿外传

图 27：格力国际化进程



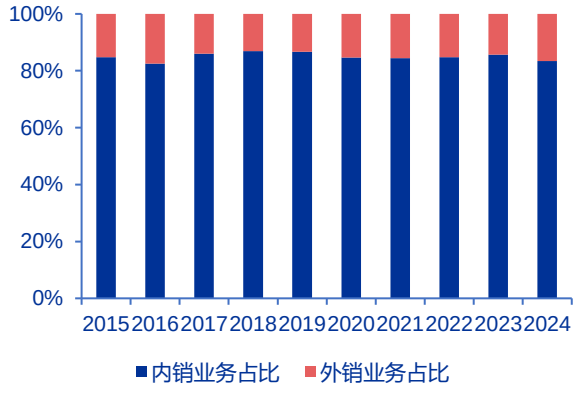
资料来源：公司官网，申万宏源研究

海尔以**“先难后易、自主创牌、深度本土化”**为核心，是国内家电企业中出海早、全球化程度较深的企业，通过三位一体本土化布局与跨国并购实现全球覆盖，2024 年海外收入占比超 50%，核心优势在于本土化运营能力，但前期并购投入导致盈利兑现周期较长。

美的全球化遵循“产品出口→海外建厂→全球并购”的渐进式路径，以效率为核心兼顾代工规模与自主品牌建设，通过跨国并购快速获取海外核心技术、品牌与渠道资源，2025 年海外营收占比超 40%，核心优势在于扩张效率高、品类布局均衡。

格力走出了“技术先行、自主品牌主导、差异化破局”的特色路径，虽出海节奏偏晚，2025 年主营业务外销占比 16%，但品牌纯度高、产品技术壁垒强，长期盈利兑现潜力更为突出。

图 28：格力海外业务占比呈现扩张趋势，但整体进程较为缓慢（家电业务内外销占比）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 29：格力全球分体空调销量领先



资料来源：欧睿数据，申万宏源研究

3.1.3 全产业链纵向深耕：核心零部件自制筑牢长期竞争壁垒

格力零部件自制战略以产业链纵向一体化为核心，是其突破上游供应链约束、巩固主业核心优势的关键举措。早在 2004 年，面对上游原材料价格上涨、核心零部件供货紧缺的行业困境，格力便通过收购珠海凌达压缩机、格力电工、新元电子三家产业链配套企业，切入空调核心零部件生产领域；2006 年，公司进一步完成凌达压缩机、格力电工剩余 30%股权收购，实现两家核心配套企业 100%控股，同期完成对凯邦电机 100%股权的收购，彻底完成空调产业链压缩机、电机、漆包线、电容等核心基础部件的布局。从源头将核心零部件配套率提升至高位，供应链稳定性大幅提升，同年凯邦电机实现主营业务收入 2.88 亿元、净利润 1.75 百万元，成为公司新的盈利增长点。

表 3：格力已经形成完备的产业链企业控股体系

布局领域	产业链环节	公司	控股 投资方式	主要业务内容	与格力主业关联	当前业务状态
空调	上游核心器件	珠海凌达压缩机有限公司	同一控制下企业合并 持股 100%	空调用压缩机等制冷核心部件研发与制造	支撑空调主业核心部件自供 增强供应链自主可控能力	成熟配套 已形成规模化内部供应体系
空调 家电电机	上游核心零部件	珠海凯邦电机制造有限公司	非同一控制下企业合并 持股 100%	空调电机 家电电机 伺服电机及相关驱动系统	为空调 生活电器及智能装备提供关键电机部件	成熟配套 向智能装备和工业自动化场景延伸
电工材料	上游材料	珠海格力电工有限公司	同一控制下企业合并 持股 100%	漆包线 电工材料等	为空调 电机和家电制造提供基础材料 强化上游材料自供能力	成熟配套 已纳入格力上游供应链体系
电子元件	上游电子器件	珠海格力新元电子有限公司	同一控制下企业合并 持股 100%	电容 功率模块等电子元器件	支撑空调电控 家电电子化和智能化产品的核心元件供应	主业配套型公司 兼具新能源和智能化业务培育属性
有色金属 电工材料	上游原材料	南京华新有色金属有限公司	2019 年现金收购 94.30%股权并取得控制权	有色金属加工服务漆包线及电工材料供应	向格力电工上游延伸 减少上游供应商影响和约束	收购后整合 已纳入合并范围
机电设备	中游制造装备	珠海格力大金机电设备有限公司	控股设立 持股 51%	机电设备 制造装备配套	支撑空调及家电制造体系中的机电设备和生产装备升级	控股经营 服务制造体系配套
精密模具	中游制造装备工艺支撑	珠海格力大金精密模具有限公司	控股设立 持股 51%	精密模具设计与制造	提升空调 家电及相关零部件的模具开发和制造工艺能力	控股经营 成熟配套
精密装备制造	中游制造装备	格力（武安）精密装备制造有限公司	2017 年 8 月 24 日控股设立 持股 70%	精密装备制造 工业制造配套	补充精密装备制造能力 服务智能装备 精密制造及家电制造自动化升级	新设投产 产能建设阶段

冰箱 生活电器	下游终端产品	合肥晶弘电器有限公司	2018 年现金收购 100%股权 非同一控制下企业合并	冰箱等白电产品及晶弘品牌运营	推动格力从空调向冰箱等生活电器终端延伸 完善家庭场景产品矩阵	已并表整合 产品升级和品牌运营阶段
海外销售渠道	下游销售渠道	格力美国销售有限责任公司	2017 年取得 MJC 持有的 49%股权 持股提升至 100%	美国市场销售自主品牌出海和海外渠道运营	服务格力空调及家电产品海外销售渠道建设	重新纳入合并范围后整合运营
新能源电池 储能 新能源汽车	新能源产业链	格力钛新能源股份有限公司	2021 年司法拍卖取得 30.47%股权 通过表决权委托合计控制 47.93% 成为控股子公司	钛酸锂电池 储能系统 新能源商用车及专用车等	与格力光伏储能 零碳空调 能源互联网等业务形成协同	控股整合推进中 新能源和储能业务持续落地
制冷配件 热管理	上游核心零部件	浙江盾安人工环境股份有限公司	协议受让股份并取得控制权 2023 年末直接持股 38.78%	制冷元器件 暖通空调核心零部件 新能源汽车热管理等	强化制冷配件供应链控制 并延伸至新能源汽车热管理环节	已纳入合并范围 行业地位成熟 协同价值较高
智能家居 信息技术	信息化平台与智能连接	珠海格力信息科技有限公司	2017 年 4 月 10 日控股设立 持股 51%	智能连接 智能交互 智能感知 智能云平台 智慧能源管理系统 人工智能等	支撑空调 生活电器及智能家居产品的软件 连接和平台能力	培育期 服务格力智能家居生态建设
半导体 核心电子器件	上游核心器件	珠海融林股权投资合伙企业 闻泰科技 Nexperia 项目	重要战略投资 格力持有珠海融林 91.27%份额 但不控制 不并表 2019 年格力直接持有闻泰科技 3.45%	通过投资参与闻泰科技收购 Nexperia 项目 布局半导体器件和核心电子元件	为家电 通信设备 智能家居及电控系统提供核心器件协同可能	参股投资和战略布局阶段 尚未形成格力并表控制

资料来源：公司公告，ifind，申万宏源研究

依托持续的技术研发与产能投入，**格力已实现空调全链条核心零部件的自主可控，核心产品技术水平稳居行业领先地位。**在空调最核心的压缩机领域，格力 2012 年凭借包含自制变频压缩机的变频空调关键技术斩获国家科技进步奖二等奖，同年自主研发的双级增焓变频压缩机被鉴定为“国际领先”，突破传统空调运转极限，实现-30℃强劲制热与 54℃高效制冷；截至 年，公司已建成 大压缩机生产基地，布局 个系列压缩机产品，技术覆

盖家用、商用、车载等全场景。在电机领域，公司推出 5 个大类 24 个系列超 1000 个品种的电机产品，拥有相关专利 2286 件，**产销与经营业绩形成正向循环。**

通过战略性并购与合资合作，**格力持续补齐产业链细分领域短板，实现了从家电核心部件到工业、新能源领域零部件的全维度布局。**2009 年，公司与日本大金签署合资协议，成立精密模具、机电设备两家合资公司，补齐高端模具、变频压缩机核心技术短板；2021 年收购格力钛，新增锂离子电池、新能源汽车核心零部件业务布局，完善新能源产业链配套能力；2022 年完成对盾安环境的收购，并拥有董事会半数以上席位实现控制，彻底补齐制冷配件领域短板，其核心产品截止阀市占率全球第一。同期公司推进半导体自研，旗下零边界集成电路实现工规级 MCU 量产，2025 年公司工业制品及绿色能源分部实现 174 亿元对外交易收入，**多元化零部件布局持续兑现经营成果。**

表 4：格力陆续完成产业链细分领域的布局

年份	公司标的	交易性质	取得股权 份额比例	交易后持股 控制情况
2017	格力美国销售有限责任公司（GREE USA INC.）	取得剩余股权	取得 MJC 持有的 49.00%股权	格力持股提升至 100.00%
2018	合肥晶弘电器有限公司	现金收购	收购 100.00%股权	格力持股 100.00%
	珠海融林股权投资合伙企业（有限合伙） 闻泰科技收购 Nexperia 项目	战略投资	格力持有珠海融林 91.27%份额	对珠海融林不具有控制权 不纳入合并范围
	南京华新有色金属有限公司	现金购买股权并取得控制权	取得 94.30%股权	格力持股 94.30%
2019	闻泰科技股份有限公司	战略参股	格力直接持有闻泰科技 3.45% 珠海融林持有闻泰科技 8.88%	格力同时持有 珠海融林 91.27%份额 但不控制珠海融林
2021	格力钛新能源股份有限公司	司法拍卖取得股权并通过表决权委托取得控制权	格力取得 30.47%股权 同时接受董明珠所持 17.46%表决权委托	合计控制 47.93%表决权
2022	浙江盾安人工环境股份有限公司	协议受让股份	受让 270360000 股 占总股本 29.48%	格力成为盾安环境控股股东
2023	格力钛新能源股份有限公司	进一步受让少数股东股权	进一步受让 24.54%股份	交易后直接持股 55.01% 合计控制 72.47%表决权

资料来源：公司公告，ifind，申万宏源研究

3.2 财务报表质量与现金流

作为空调行业头部企业，市场较为关注格力、美的、海尔的财务报表质量及其比较。我们对格力财务报表核心的“蓄水池”能力进行分析，并通过周转能力、现金流与利润表匹配

仅供内部参考，请勿外传

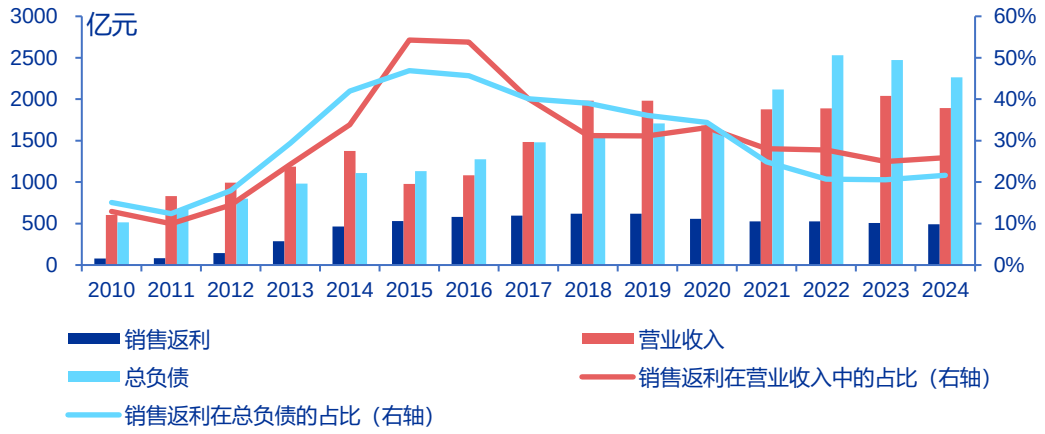
程度等对比分析其历史报表质量。从中发现，现金流为影响三表质量核心因素，我们从现金流的角度解构格力，最后进行公司未来的估值定价。

3.2.1 财务报表质量

格力自 1994 年建立销售返利政策后，经销商需要预付款项再从格力进行提货，对格力的现金流形成了大量的补充，而如果经销商当期的销售达到了一定标准，则可以从格力处提取一定的销售返利，一般以货物的形式给付。经销商淡季提前付款提货、格力通过销售返利进行激励的模式，形成了对淡季资金和货物的平滑，并形成企业与经销商的密切联系。

会计处理上，企业在计提销售返利时需确认费用项目“销售费用”与负债项目“其他流动负债-销售返利”，根据格力的财务报表，首先，销售返利占总营业收入的比例在格力份额不断提升的阶段也展现出明显的增长，说明格力对下游的议价能力不断增强，在 2015 年达到峰值 54.3%，此后格力的销售返利比例有一定下降，到 2018 年后基本趋于稳定，在 30%左右的水平波动。这一比例在近两年随着格力渠道改革的深化、美的海尔等空调业务的发力有所下降，2024 年为 25.9%，但整体进入相对稳定的区间。其次，格力销售返利占总负债的比例在 2024 年达到 21.7%，若剔除其他流动负债即销售返利，格力的负债率和偿债能力要明显优于目前的财务报表。但销售返利更多的是通过销售费用及递延所得税资产影响当年利润，格力在收入端能够影响的空间较小。

图 30：格力销售返利占营业收入比例在 2018 年后趋于稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务报表质量的角度而言，相较同业，渠道扁平化改革前的格力的偿债能力明显更强，但格力减少对经销商占款、发展电商渠道等措施后，头部企业的偿债能力进入相对均衡的阶段；格力利润和收入创造现金的能力更强，综合而言，通过销售返利，格力对报表的控制能力明显较强，且历史财务报表偿债能力、收入利润创造现金能力等更高。

1.偿债能力

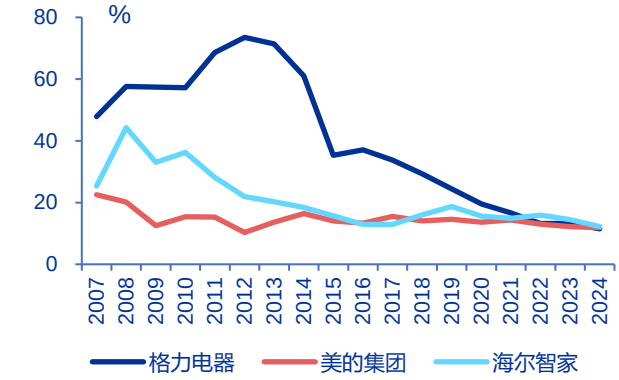
应收账款周转率上，格力的应收账款周转率在 2021 年前明显高于同业，2020 年格力/美的/海尔的应收账款周转率分别为 ././.　　，　　年分别为 ././.　　。

仅供内部参考，请勿外传

年后格力进行销售渠道改革、着力渠道扁平化，发展电商渠道及中小经销商，致使此前信用账期有所松动，格力的应收账款周转率快速下降至低于同业水平，可见前期的周转优势主要在于线下经销商渠道及预收款-销售返利政策，渠道扁平化后格力的周转率与同业基本一致。

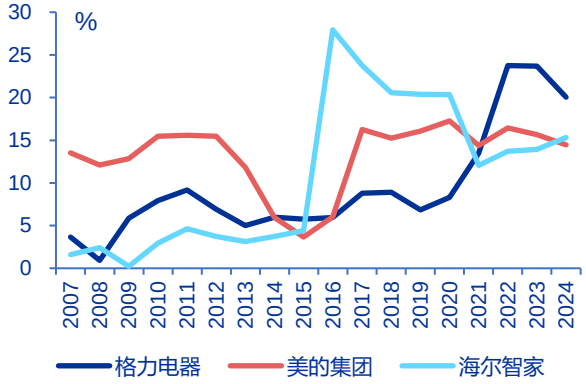
负债结构上，格力的有息负债规模同样在 2021 年之前长期低于同业，2020 年格力/美的/海尔的有息负债率分别为 8.3/17.3/20.3，2022 年分别为 23.7/16.4/13.7。可以看到，2021 年是格力负债结构转变的关键节点，为推进渠道扁平化改革，格力补偿性放宽信用政策，加之线上渠道占比的提升，周转率、偿债能力均受到影响，说明格力此前在偿债能力上的核心优势在于对线下经销商渠道的占款。目前，三家头部企业的综合偿债能力差距不大。

图 31：格力应收账款周转率优势在渠道改革后下降



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 32：格力有息负债率 2021 年后大幅提高



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.利润创造现金能力

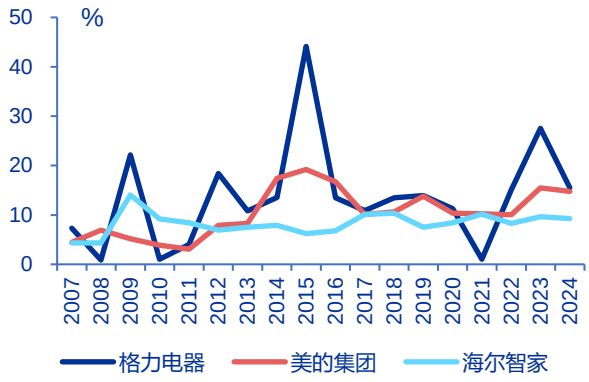
经营活动产生的现金流量净额/营业总收入指标上，格力表现整体优于同业但波动更大，如 2009/2015/2023 年，行业出现贝塔共振，该指标环比拉升幅度较大的时候，格力往往会有更加突出的表现。

经营活动产生的现金流量净额/营业利润指标上，格力近年来数据低于同业，主要受到净利率影响，格力净利率较高，因此出现经营活动产生的现金流量净额/营业总收入高于同业，净利润分母较大，导致经营活动产生的现金流量净额/营业利润略低于同业。整体而言，格力的利润创造现金能力较强，得益于销售端回款速度较快，产品定价较高，收入质量高，能够保障利润和现金流的同步。

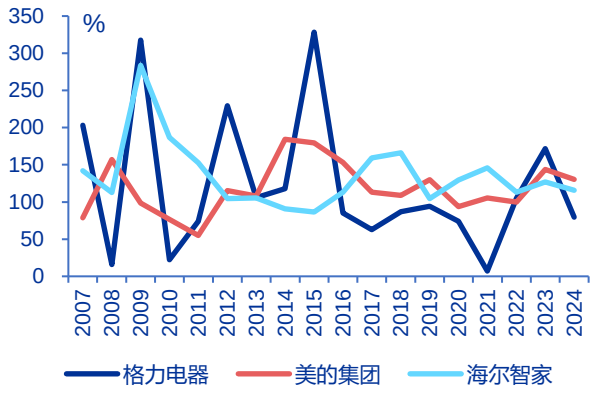
图 33：格力经营活动产生的现金流量净额/营业总收入波动较同业更大

图 34：格力经营活动产生的现金流量净额/营业利润略低于同业主要原因是净利率较高、分母更大

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2.2 现金流及估值

现金流质量是财务报表质量的重要影响因素，同时现金流又决定了企业的绝对估值。对比来看，格力的自由现金流整体波动较大，受到营运资本的影响大；美的规模性和稳定性强，资本开支是重要影响因素；海尔相对稳健。其中，自由现金流=经营活动现金流净额-资本支出，经营活动现金流=净利润+非现金调整+折旧与摊销+营运资本减少额。

分析近年来三家白电企业营运资本与自由现金流联动关系，格力的营运资本变动额波动较大，如 2023 年为 310 亿元，2024 年则为-37 亿元，核心与渠道政策、上下游占款波动有关，2020 年渠道改革后信用政策放宽，对渠道占款减少导致 2021 年营运资本减少额变为-237 亿元，2023 年改革平稳后又有所恢复。美的整体亦有波动，营运资本变动额由 2022 年的 21 亿元陡增至 2023 年的 189 亿元，整体呈现扩张态势，主要原因是合同负债大幅增长，美的提高返利力度和先款后货等政策范围，对下游占款能力增强，可以看到，2022 年后美的财报中的销售返利数据大幅增长，接近格力的规模，并在 2024 年首次超过格力。营运资本的变动导致格力、美的的经营活动产生的现金流量净额也有一定分化，格力受渠道及政策影响波动较大，美的近年来受益对下游占款能力增强，净额快速增长，海尔则保持稳健增长的态势。

表 5：美的销售返利在近年来迅速提升并赶超格力

	格力销售返利（亿元）	格力营收（亿元）	格力销售返利占营收比例	美的销售返利（亿元）	美的营收（亿元）	美的销售返利占营收比例
2013	288.3	1186.3	24.3%	73.4	1209.8	6.1%
2014	466.6	1377.5	33.9%	134.3	1416.7	9.5%
2015	530.5	977.5	54.3%	137.7	1384.4	9.9%
2016	582.2	1083.0	53.8%	162.0	1590.4	10.2%
2017	594.7	1482.9	40.1%	172.4	2407.1	7.2%
2018	618.8	1981.2	31.2%	195.8	2596.6	7.5%
2019	617.5	1981.5	31.2%	311.9	2782.2	11.2%
2020	558.1	1682.0	33.2%	311.9	2842.2	11.0%
	.	.	.%	.	.	.%

仅供内部参考，请勿外传

2022	525.2	1889.9	27.8%	400.4	3439.2	11.6%
2023	508.8	2039.8	24.9%	483.1	3720.4	13.0%
2024	**490.6**	**1891.6**	**25.9%**	**555.4**	**4071.5**	**13.6%**

资料来源：公司公告，申万宏源研究

企业自由现金流方面，美的、海尔整体仍保持扩张的报表趋势，格力在一定范围波动。根据公式，企业自由现金流主要由经营活动现金流净额和资本支出影响，根据上文分析，美的的经营活动现金流呈现扩张态势，占款能力增强、净额快速增长，海尔则整体增长稳健，资本开支项目来看，美的、海尔均为明显的扩张性趋势，美的的资本性支出由 2019 年的 34.5 亿元翻倍至 2021 年的 68.3 亿元，海尔的资本性支出则由 2019 年的 61.9 亿元增长至 2024 年的 100.7 亿元，美的进行多元化拓展，进行机器人与自动化、智能数字化与全球化等改革投入，向全球化科技集团升级，整体报表来看，美的经营数据、现金流均呈现扩张的报表态势，且具有投入产出比，现金流安全可控；海尔也进行了海外产能、渠道的投入与全球化的深化，报表整体呈现稳健增长的态势，最后呈现在企业自由现金流端，美的和海尔现金流稳健地扩张增长。

表 6：三家公司的营运资本及资本性支出的变动

	营运资本变动			资本性支出		
	格力	美的	海尔	格力	美的	海尔
2007	15.59	-6.87	3.49	9.64	23.72	3.27
2008	-13.60	6.74	1.83	10.22	31.68	4.02
2009	166.15	-51.22	29.92	7.16	20.47	2.63
2010	-126.13	-41.63	25.43	24.82	68.79	12.64
2011	-19.87	-54.07	23.30	47.78	67.82	15.84
2012	101.26	-28.34	7.31	36.02	28.19	12.28
2013	79.94	61.80	9.47	24.61	21.15	17.51
2014	65.59	124.58	3.45	17.77	26.78	20.05
2015	323.74	138.08	-3.20	28.85	31.31	24.92
2016	-0.85	132.14	-4.38	32.77	23.23	25.98
2017	-57.18	103.53	47.39	24.25	32.18	43.43
2018	-69.06	70.42	50.82	38.38	56.12	67.59
2019	114.37	118.00	2.14	47.13	34.52	61.94
2020	-69.72	19.89	19.28	45.29	46.57	75.92
2021	-236.96	35.28	44.18	57.27	68.25	73.72
2022	19.50	20.74	-29.69	60.36	73.52	82.04
2023	309.72	188.74	2.02	54.26	63.14	99.07
2024	-37.02	200.23	-35.55	33.00	78.40	100.71

资料来源：wind，申万宏源研究

由于格力的 PE 水平显著低于同业，因此采用绝对估值法辅助我们进行格力企业价值的评估与大致市值空间的匡算。我们采用公司自由现金流折现法，半显性阶段收入增长率

预计为 2%，ROIC/EBIT Margin 逐年递减，最后一年分别为 15%/16%，永续阶段收入增长率为 0，ROIC/EBIT Margin 分别为 10%/9%，最终折现计算得到目前格力的每股价值为 56.5 元。可以看到，采用绝对估值法测算的格力股权价值较当前市值有较大空间，而目前的估值主要反映市场核心的担忧：格力现金流、净利润是否能够增长，是否存在下滑的风险。

表 7：格力电器绝对估值模型

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	.....	2031E	.....	2037E	TV
收入	205,018	190,038	171,118	178,868	186,538	194,866		202,739		210,339	213,344
收入增长率		-7.31%	-9.96%	4.53%	4.29%	4.46%		2.00%		1.71%	1.43%
EBIT	29,289	33,596	30,559	31,374	34,071	35,862		33,087		21,950	19,755
EBIT Margin	14.29%	17.68%	17.86%	17.54%	18.26%	18.40%		16.00%		10.00%	9.00%
减：现金税	4,579	4,184	5,160	4,079	4,259	4,483		8,272		5,488	4,939
NOPLAT	24,710	29,412	25,399	27,295	29,812	31,379		24,815		16,463	14,816
期末投入资本	58,916	80,157	73,031	76,986	78,647	81,449		165,435		153,650	148,163
ROIC	41.94%	36.69%	34.78%	35.45%	37.91%	38.53%		15.00%		10.71%	10.00%
企业自由现金流		8,170	32,525	23,340	28,151	28,578		-28,779		20,813	20,304
企业自由现金流-折现值				21,569	24,041	22,553		-17,923		8,072	95,890
最新每股价值										2026-08-20	56.51

资料来源：公司公告，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

4.盈利预测与估值

4.1 盈利预测

在以下关键假设下，我们进行对格力电器的盈利预测：

1)空调业务：预计 2026-2028 年公司空调业务分别实现营收 1349.29/1396.85/1447.56 亿元，同比分别+3%/+4%/+4%。公司 2025 年受到国补基数压力、竞争格局等影响，空调业务承压，2026 年后预计外销有所恢复、内销国补延续，预计 2026 年公司空调内销/外销分别同比增长 3.5%/3.0%，2027 年分别同比增长 3.5%/3.5%。

2）生活电器业务：预计 2026-2028 年公司生活电器业务分别实现营收 26.39/26.92/27.45 亿元，同比分别+2%/+2%/+2%。生活电器业务是公司的重要多元化、套系化布局，格力也推出了多款冰洗产品、厨房电器等新品，但冰洗及其他小家电 26 年同受国补基数、竞争等因素影响，预计 2026-2027 年有小幅恢复性增长，但核心仍有赖于公司推出的产品矩阵与市场需求的契合度。

3）其他主营业务：预计 2026-2028 年公司其他主营业务分别实现营收 238.36/266.96/299.00 亿元，同比分别+15%/+12%/+12%。公司多元化布局的另一关键点在于供应链优化布局，在制冷配件、半导体、智能装备等领域的积极布局使得其他业务成为格力的一个重要增长来源。

表 8：格力电器盈利预测

单位：万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
整体营收情况								
收入	18965403	19015067	20501812	19003808	17111798	17806839	18573770	19406639
YOY	11.24%	0.26%	7.82%	-7.31%	-10.00%	4.10%	4.30%	4.50%
成本	14225164	13978439	14162555	13303653	11963097	12518136	12976078	13503747
毛利	4740240	5036628	6339257	5700155	5148702	5288703	5597692	5902892
毛利率(%)	24.99	26.49	30.92	29.86	30.09	29.7	30.14	30.42
1.空调	0.69	0.71	0.74					
收入	13171266	13485939	15121651	14496677	13046795	13492870	13968494	14475627
YOY	11.73%	2.39%	12.13%	-4.13%	-10.00%	3.40%	3.50%	3.60%
成本	9057625	9111628	9520797	9382493	8431706	8737841	8984766	9255345
毛利	4113641	4374311	5600854	5114184	4615089	4755029	4983728	5220282
毛利率(%)	31.23	32.44	37.04	35.28	35.37	35.24	35.68	36.06
1.1 内销								
收入	10917724	11158867	12631297	11676424	10309306	10672709	11048922	11438396
增速	11.56%	2.21%	13.20%	-7.56%	-11.71%	3.50%	3.50%	3.50%
成本	7025822	7119306	7621910	7239383	6365996	6617080	6795087	6977422
毛利	3891901	4039561	5009387	4437041	3943309	4055629	4253835	4460975
毛利率(%)	.	.	.		.		.	

仅供内部参考，请勿外传

	1.2 出口								
	收入	2253543	2327073	2490354	2820253	2737489	2820161	2919572	3037231
	增速	12.56%	3.26%	7.02%	13.25%	-2.93%	3.00%	3.50%	4.00%
	成本	2031803	1992323	1898887	2143110	2065709	2120761	2189679	2277923
	毛利	221740	334750	591466	677143	671780	699400	729893	759308
	毛利率(%)	9.84	14.39	23.75	24.01	24.54	24.8	25	25
2.生活电器									
收入		488161	456790	400197	359317	258708	263882	269160	274543
YOY		7.96%	-6.43%	-12.39%	-10.22%	-28.00%	2.00%	2.00%	2.00%
成本		326271	305171	257948	240742	178509	182079	185720	189435
毛利		161890	151619	142249	118575	80200	81804	83440	85108
毛利率(%)		33.16	33.19	35.54	33	31	31	31	31
3.其他主营业务	电机、模具、电容、压缩机、漆包线								
收入		824627	1373854	1934699	2115542	2072676	2383578	2669607	2989960
YOY		2.77%	66.60%	40.82%	9.35%	-2.03%	15.00%	12.00%	12.00%
成本		718228	1140586	1572110	1778481	1731110	1978370	2189078	2445787
毛利		106399	233268	362589	337061	341567	405208	480529	544173
毛利率(%)		12.9	16.98	18.74	15.93	16.48	17	18	18.2
4.其他业务									
收入		4302834	3582254	2941380	1944830	1666509	1666509	1666509	1666509
YOY		13.92%	-16.75%	-17.89%	-33.88%	-14.31%	0.00%	0.00%	0.00%
成本		4123040	3421053	2811700	1901937	1621773	1619846	1616513	1613180
毛利		179794	161202	129680	42893	44736	46662	49995	53328
毛利率(%)		4.18	4.5	4.41	2.21	2.68	2.8	3	3.2

资料来源：Wind，申万宏源研究

4.2 相对估值

我们维持公司的盈利预测，预计格力 2026-2028 年分别实现归母净利润 304.95/329.05/346.27 亿元，同比分别+5.1%/+7.9%/+5.2%。公司业务主要聚焦空调、其他大家电的销售，此外，在工业制品及绿色能源领域进行了垂直产业链布局。选择同为白电行业的美的集团、海尔智家、海信家电作为可比公司，其主业为空调、冰箱、洗衣机等白电销售，同时也具备工业技术、新能源等新兴业务领域，收入、利润规模均较为接近。可比公司 26 年平均 PE 为 11 倍，公司为 8 倍，维持“买入”评级。

综合相对估值与绝对估值的结果，格力目前市值均有较大空间。文中采用相对估值作为主导，绝对估值作为辅助的原因为，格力电器作为成熟的白电领先企业，资本开支节奏等存在较强不确定性，且绝对估值对增长参数敏感而公司永续增长率等参数的细微波动可能导

致结果迥异。此外，格力的盈利稳定分红高，可比公司丰富且业务相似程度高，市场定价充分，因此我们采用相对估值作为主导，绝对估值主要辅助进行高估/低估评价。

表 9：可比公司相对估值表（2026 年 8 月 21 日收盘价）

证券代码	公司名称	收盘市值（百万元）	净利润（百万元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
000333.SZ	美的集团	642773	46988	50873	55072	14	13	12
600690.SH	海尔智家	183092	20394	22149	23985	9	8	8
000921.SZ	海信家电	31668	3097	3406	3770	10	9	8
	平均值					11	10	9
000651.SZ	格力电器	231002	30495	32905	34627	8	7	7

资料来源：wind，申万宏源研究

注：除格力电器采用申万预测外，其他可比公司采用 Wind 一致预期

4.3 风险提示

1. 原材料价格波动风险：截至 2026 年 8 月 14 日，铜价同比+36.02%；铝价同比+15.26%，铝价基本小幅稳定增长；不锈钢价格同比+15.75%。若原材料价格继续出现波动，家电企业盈利能力将具有一定不确定性。

2.海外需求持续低迷风险：海外库存在 2022 年基本见顶，并进入去库存周期，此外，美国高通胀、地缘冲突等因素均对海外需求有一定不利影响，进而影响到出口业务，若出口环境整体持续低迷，将对公司出口业务收入产生影响。

仅供内部参考，请勿外传

表 10：公司利润表

	单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
一、	营业总收入	189654	190151	205018	190038	171118	178868	186538	194866
其中：	营业收入	187869	188988	203979	189164	170447	178068	185738	194066
	其他类金融业务收入	1785	1162	1039	874	671	800	800	800
二、	营业总成本	163522	162107	170774	154868	137549	143675	149119	154974
其中：	营业成本	142252	139784	143953	133496	119641	125181	129761	135037
	其他类金融业务成本	524	83	127	159	27	0	0	0
	税金及附加	1077	1612	2114	1799	1912	1789	1865	1949
	销售费用	11582	11285	14802	9753	8411	8943	9234	9548
	管理费用	4051	5268	6542	6058	5180	5455	5559	5846
	研发费用	6297	6281	6762	6904	6463	6260	6529	6625
	财务费用	-2260	-2207	-3527	-3300	-4086	-3954	-3829	-4032
加：	其他收益	832	880	901	2725	1339	1500	1500	1200
	投资收益	522	87	217	560	402	517	600	550
	公允价值变动收益	-58	-344	438	-274	164	0	0	0
	信用减值损失（损失以“-”填列）	-151	-416	-824	-522	512	-682	-469	-548
	资产减值损失（损失以“-”填列）	-606	-967	-2494	-687	-1357	-1200	-1150	-1200
	资产处置收益	6	1	383	17	52	0	0	0
三、	营业利润	26677	27284	32865	36988	34681	35328	37900	39894
加：	营业外收入	154	60	128	72	79	0	0	0
减：	营业外支出	28	127	177	165	116	0	0	0
四、	利润总额	26803	27217	32816	36896	34645	35328	37900	39894
减：	所得税	3971	4206	5097	4525	5782	4525	4662	4918
五、	净利润	22832	23011	27719	32371	28863	30803	33237	34976
	持续经营净利润	22832	23012	27719	32311	28885	30803	33237	34976
	终止经营净利润	0	0	0	60	-22	0	0	0
	少数股东损益	-232	-1495	-1298	186	-140	308	332	350
	归属于母公司所有者的净利润	23064	24507	29017	32185	29003	30495	32905	34627
六、	其他综合收益的税后净额	3923	-9158	-1335	180	343	0	0	0
七、	综合收益总额	26755	13853	26384	32551	29203	30803	33237	34976
	归属于母公司所有者的综合收益总额	26987	15346	27664	32360	29322	30495	32905	34627
八、	基本每股收益	4	4	5	6	5	5	6	6
	全面摊薄每股收益	4	4	5	6	5	5	6	6
	当期发行在外总股数	5914	0	0	5601	5601	5601	5601	5601

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 11：公司资产负债表

	单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
	货币资金	116939	157484	124105	113900	110553	84176	98566	111627
	交易性金融资产	0	3867	9614	16548	31336	31336	31336	31336
	衍生金融资产	199	0	109	0	0	0	0	0
	经营性应收款项	44379	46408	29682	28833	24023	25076	25444	26271
其中：	应收票据、应收账款及应收款项融资	39453	43259	26363	26433	22484	23494	23833	24610
	应收账款	13841	14825	16099	16832	15987	16997	17336	18113
	应收票据及应收款项融资	25612	28434	10263	9601	6497	6497	6497	6497
	其他应收款	334	804	827	870	328	370	400	450
	预付款项	4592	2345	2493	1530	1211	1211	1211	1211
	存货	42766	38314	32579	27911	28183	28831	29174	30493
	合同资产	1151	1048	839	592	400	400	400	400
	其他流动资产	20416	8019	27281	31392	51647	51647	51647	51647
	持有待售资产及其他	0	(0)	3932	5626	4801	4801	4801	4801
	流动资产合计	225850	255140	228141	224803	250944	226267	241367	256575
	债权投资	0	150	1151	1001	0	0	0	0
	其他债权投资	5910	14340	16364	7017	24062	24062	24062	24062
	长期应收款	2	116	62	9	5	0	0	0
	长期股权投资	10337	5892	4489	4356	4235	4235	4235	4235
	其他权益工具投资	10114	4669	3865	3040	2420	2420	2420	2420
	其他非流动金融资产	81	4428	0	0	89	89	89	89
	投资性房地产	455	635	633	465	361	465	0	0
	固定资产	31189	33817	34035	36996	34396	35552	36367	36622
	在建工程	6481	5967	6564	3076	1338	2338	2938	3338
	无形资产类	10625	13281	12280	11807	11189	11189	11189	11189
其中：	无形资产	9917	11622	10828	10439	9865	9865	9865	9865
	商誉	708	1659	1452	1368	1324	1324	1324	1324
	长期待摊费用	19	23	24	37	37	37	37	37
	递延所得税资产	13662	14645	16561	17671	16712	16712	16712	16712
	其他非流动资产	716	1040	42498	56533	42610	42610	42610	42610
	使用权资产及其他	4157	927	1386	1221	2974	2974	2974	2974
	非流动资产合计	93749	99931	139913	143229	140428	142683	143633	144288
	资产总计	319598	355071	368054	368032	391372	368950	385001	400863
	短期借款	28873	53151	47049	54587	81625	45000	45000	45000
其中：	短期借款	27618	52896	26443	39010	67957	45000	45000	45000
	一年内到期的非流动负债	1255	255	20606	15577	13668	0	0	0
	交易性金融负债	0	185	4	171	65	65	65	65
	经营性应付款项	82316	79183	73515	68674	63009	63009	63009	63009
其中：	应付票据及应付账款	76619	71466	64888	61570	57648			
	预收款项	0	0	0	0	0			
	应付职工薪酬	3467	3898	4289	4391	3429			
	应交税费	2230	3819	4338	2713	1932			
	合同负债								

	其他应付款	6763	10912	5513	4557	11241	11241	11241	11241
	其他流动负债	62414	57749	61059	60338	60215	60215	60215	60215
	持有待售负债及其他	1229	219	255	308	209	209	209	209
	流动负债合计	197101	216372	200983	201125	231570	194945	194945	194945
	长期借款	8961	30784	39036	18230	3135	3135	3135	3135
	应付债券	0	0	0	0	0	0	0	0
	其他非流动负债	2703	3340	3528	3410	3325	3325	3325	3325
其中：	长期应付款	0	0	0	0	0			
	预计负债	0	0	0	0	0			
	其他非流动负债	2703	3340	3528	3410	3325			
	递延所得税负债	2294	2271	2872	2801	2686	2686	2686	2686
	租赁负债及其他	614	427	989	952	865	865	865	865
	非流动负债合计	14571	36823	46424	25393	10011	10011	10011	10011
	负债合计	211673	253195	247408	226518	241581	204956	204956	204956
	股本	5914	5631	5631	5601	5601	5601	5601	5601
	其他权益工具	0	0	0	0	0	0	0	0
	资本公积	126	496	1353	472	1681	1681	1681	1681
	减：库存股	19580	5644	4943	2617	1704	1000	500	200
	其他综合收益	11204	2043	276	182	126	126	126	126
	盈余公积	1984	2241	1731	1789	1234	1234	1234	1234
	未分配利润	103475	91458	112212	131447	138443	152183	167401	182613
	专项储备及其他	528	533	534	541	548	0	0	0
	归属于母公司所有者权益合计	103652	96759	116794	137417	145929	159824	175542	191055
	少数股东权益	4274	5117	3852	4097	3862	4170	4502	4852
	股东权益合计	107925	101876	120646	141514	149791	163994	180045	195907
	负债和股东权益总计	319598	355071	368054	368032	391372	368950	385001	400863

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 12：公司现金流量表

	单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
	净利润	22832	23011	27719	32371	28863	30803	33237	34976
加：	计提的资产减值准备	757	1383	3318	1209	845	1200	1150	1200
	信用减值损失	0	0	0	0	0	682	469	548
	固定资产折旧	3476	4598	4808	4811	4607	5845	6585	7345
	无形资产摊销	168	372	475	446	448	0	0	0
	长期待摊费用摊销	0	0	0	0	0	0	0	0
	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-6	-1	-383	-17	-52	0	0	0
	公允价值变动损失（收益以“—”号列示）	58	344	-438	274	-164	0	0	0
	财务费用 （收益以“—”号列示）	-2207	-3023	-3910	-3108	-3997	-3954	-3829	-4032

	投资损失（收益以“—”号列示）	-522	-87	-217	-765	-572	-517	-600	-550
	递延所得税资产减少（增加以“—”列示）	-201	-898	-1966	-1100	952	0	0	0
	递延所得税负债增加（减少以“—”列示）	220	193	586	-69	-104	0	0	0
	存货的减少 （增加以“—”列示）	-13234	5510	3657	4546	-274	-648	-342	-1319
	经营性应收项目的减少（增加以“—”列示）	-2984	6522	12312	-512	1984	-1235	-502	-1075
	经营性应付项目的增加（减少以“—”列示）	-7479	-10083	15003	-7736	-3256	0	0	0
	其他-经营活动现金流	1015	826	-4565	-980	17104	-1700	-1485	-1500
经营活动合计	经营活动产生的现金流量净额	1894	28668	56398	29369	46383	30476	34683	35593
	收回投资所收到的现金	7350	6898	21853	28787	29500	0	0	0
	取得投资收益收到的现金	162	96	688	618	546	517	600	550
	处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	15	23	1931	183	757	0	465	0
	处置子公司及其他营业单位收回现金净额	13	67	35	101	0			
	收到其他与投资活动有关的现金	47852	3444	24716	5166	8972	0	0	0
流入小计	投资活动现金流入小计	55391	10527	49223	34855	39774	517	1065	550
	购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	5727	6036	5426	3300	1717	8104	8000	8000
	投资所支付的现金	18154	13468	84267	42463	61670	0	0	0
	支付其他与投资活动有关的现金	11	26049	308	4441	24986	0	0	0
	取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	1747	2031	239	209	0			
流出小计	投资活动现金流出小计	25639	47584	90241	50413	88373	8104	8000	8000
投资活动合计	投资活动产生的现金流量净额	29752	-37057	-41017	-15558	-48599	-7587	-6935	-7450
	吸收投资收到的现金	45	32	0	61	90	0	0	0
	取得借款收到的现金	88802	102927	68623	69114	72504	0	0	0
	收到其它与筹资活动有关的现金	1144	20	20203	5383	15216	4662	4329	4332
流入小计	筹资活动现金流入小计	89991	102979	88826	74558	87810	4662	4329	4332
	偿还债务支付的现金	57868	60908	87010	82643	60949	36625	0	0

	分配股利、利润或偿付利息支付的现金	17547	18469	13811	15133	18171	16755	17687	19414
	支付的其它与筹资活动有关的现金	39907	13679	4363	485	85	548	0	0
流出小计	筹资活动现金流出小计	115322	93056	105184	98261	79205	53928	17687	19414
筹资活动合计	筹资活动产生的现金流量净额	-25331	9923	-16358	-23703	8606	-49265	-13358	-15082
	现金及现金等价物净增加额	5727	1803	-840	-9773	6426	-26377	14390	13061
	货币资金的期初余额	24225	29952	31755	30914	21141	110553	84176	98566
	货币资金的期末余额	29952	31755	30914	21141	27566	84176	98566	111627

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。