

# 家电行业25年三季报总结

## 一板块有所分化，龙头经营稳健

分析师：王刚

执业编号：S1130524080001

分析师：赵中平

执业编号：S1130524050003

分析师：蔡润泽

执业编号：S1130525090001

2025/10/31

## 内容摘要

- **白电：营收增长稳健，一线龙头优势稳固。** 25Q3白电板块收入同比+5.1%，业绩同比+3.2%。收入端，在国补及关税影响趋稳的背景下，增速环比Q2基本持平。利润端，结构优化持续对冲外部扰动，板块盈利能力保持稳定。具体到公司层面，一线龙头凭借规模及供应链优势表现稳健，其中美的、海尔盈利增长良好，TCL智家利润端表现亮眼；二线白电受行业竞争加剧影响，相对承压。
- **黑电：结构升级驱动盈利改善，高端化趋势延续。** 25Q3黑电板块收入同比-2.4%，业绩同比-1.4%。收入端，受国补退坡影响，行业整体需求偏弱，但大尺寸与高端产品出货提速带动产品结构持续优化，营收趋稳；利润端，产品结构升级对冲国补退坡影响，推动业绩改善，品牌龙头海信视像表现突出，在高端化与费效提升驱动下盈利能力稳步增强。
- **厨电：地产下行压力持续，龙头韧性相对更强。** 25Q2/25Q3厨电板块收入同比-9.1%/-7.0%，业绩同比-17.4%/-19.2%。企业表现分化，传统厨电龙头、热水器龙头盈利相对稳健。
- **小家电：营收保持增长态势，盈利能力实现修复。** 25Q2/25Q3小家电板块收入同比+11.0%/+6.5%，业绩同比-14.5%/+10.6%。收入端，国补扩容的红利有所助益，收入端保持增长态势，利润端实现修复。25Q3部分小家电企业盈利能力修复，小熊、北鼎、科沃斯受益于产品结构优化及价格竞争缓解等因素，利润实现恢复性增长。
- 本周景气度方面，白电略有承压，黑电略有承压，厨电底部企稳，扫地机略有承压。
- **投资建议：** 1) 内销格局优化、成本端价格稳定、出海份额持续提升的黑电龙头，推荐海信视像、TCL电子。2) 经营韧性突出、蓄水池深厚、分红有望提升的白电龙头，推荐美的集团、海尔智家。
- **风险提示：** 海内外需求波动的风险、原材料价格波动风险、行业竞争加剧、汇率波动风险、关税风险

# 目录

01

家电板块：经营稳健，韧性凸显

02

分板块概述：白电龙头业绩稳健兑现，黑电龙头利润韧性显现

03

投资建议

04

风险提示



# 01 家电板块： 经营稳健，韧性凸显

# 家电板块：国补拉动营收增长，利润表现稳健



- 家电板块25前三季度累计收入/归母净利润同比分别+6.5%/+10.2%，25Q3单季度收入/归母净利润同比分别+2.6%/+4.8%。
- 营收端，25Q3受国补退坡影响增速环比增速略降，海外在关税阶段性稳定的背景下部分补库需求释放，营收实现增长，表现整体稳定。利润端，25Q3盈利水平略有修复，板块净利率8.2%，同比+0.2pct，归母净利润同比增长4.8%。

图：家电板块25年H1财务表现

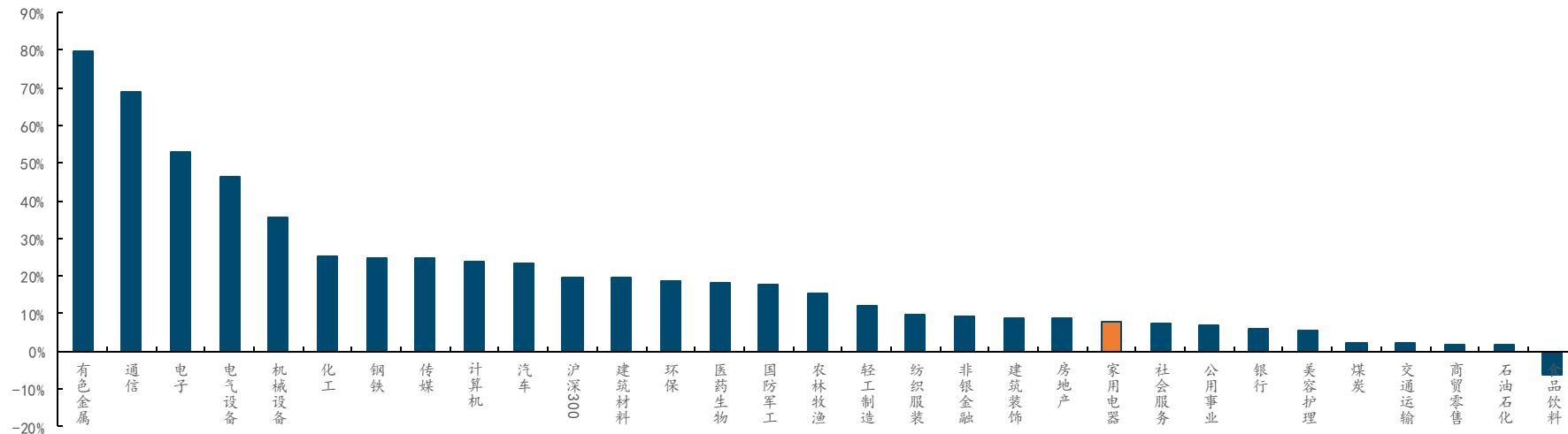
指标	累计			单季度		
	2023Q3	2024Q3	2025Q3	2023Q3	2024Q3	2025Q3
营收yoy	6.4%	5.1%	6.5%	7.6%	1.9%	2.6%
归母净利润yoy	12.3%	5.4%	10.2%	10.9%	0.8%	4.8%
毛利率	25.4%	25.3%	24.2%	26.4%	24.8%	24.3%
销售费用率	9.5%	9.3%	8.4%	9.8%	9.0%	8.4%
净利率	8.1%	8.1%	8.4%	8.2%	8.0%	8.2%
经营净现金流yoy	47.0%	-15.8%	29.0%	25.1%	13.3%	4.3%



## 家电板块：关税扰动、国补退坡等因素影响下情绪低迷

- 截至2025年10月31日，申万家用电器行业指数累计收益率+7.7%，相对沪深300指数跑输12.0%，涨跌幅位居所有申万一级行业第22，主要系关税扰动、国补效果减弱等因素影响。

图：家电板块2025年累计收益率为+7.7%

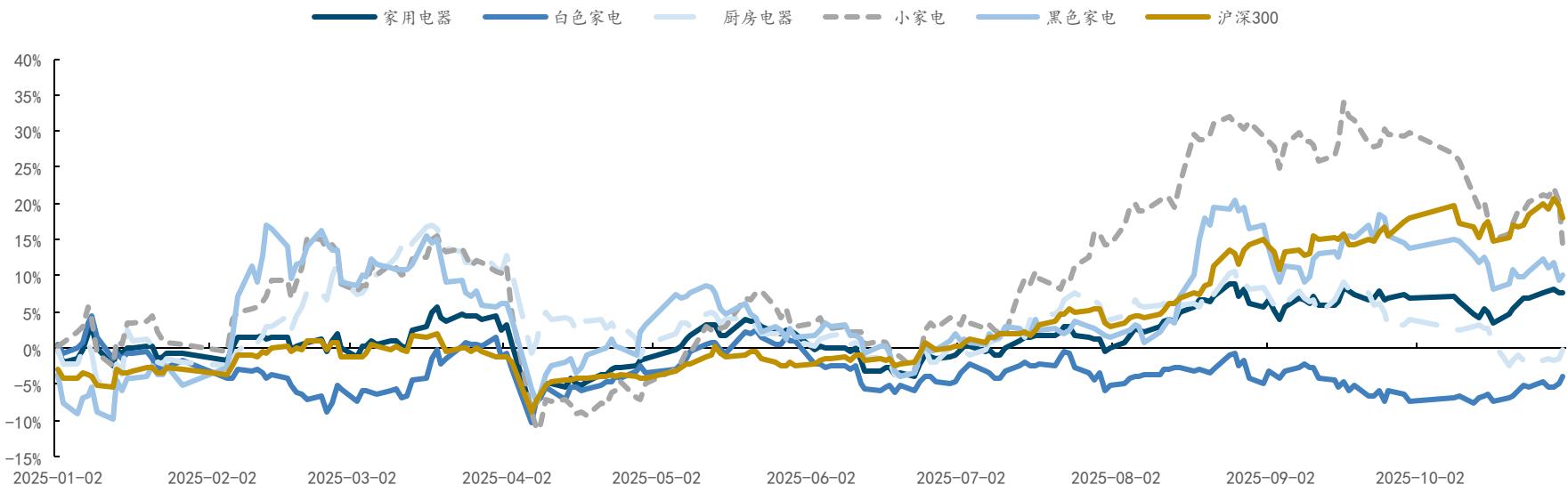




## 细分板块中，小家电涨幅表现亮眼，白电相对承压

- 各子板块涨跌幅由高至低排序：小家电+14.4%>黑电+10.2%>厨电-0.2%>白电-3.8%。

图：年初至今细分板块涨幅





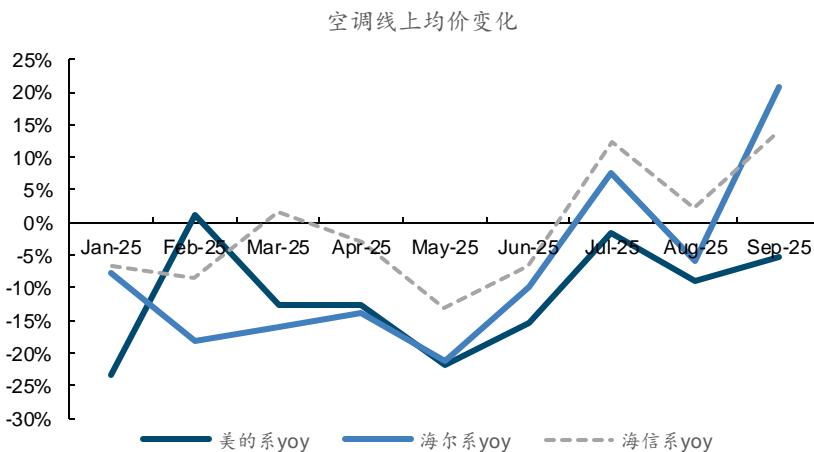
## 02 分板块概述：白电龙头业绩稳健 兑现，黑电龙头利润韧性显现



## 白电内需：空调旺季需求延续，价格竞争放缓，冰洗有所修复

- 三季度在旺季+国补拉动下，7、8月空调需求延续，海尔、海信Q3空调增长均有不同程度提速，美的环比有所降速，我们认为主要系美的Q2价格策略积极，发货有所提前；从线上价格来看，空调竞争有所放缓，主要企业线上均价Q3环比均有不同程度回暖。
- 冰洗表现稳健，线上增速有所修复，与公司反馈趋势类似，美的、海尔、海信Q3冰洗增速环比Q2均有所提速。

图：Q3空调线上价格竞争有所放缓



图：Q3空调线上需求延续、冰洗有所修复

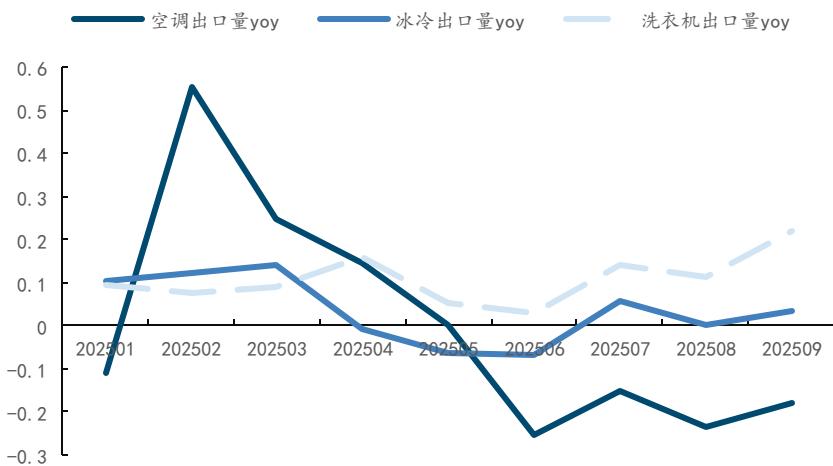
	空调 线上销量增速	冰箱 线上销量增速	洗衣机 线上销量增速
2025-01	-24%	-19%	6%
2025-02	26%	-5%	12%
2025-03	51%	-4%	-7%
2025-04	63%	-3%	10%
2025-05	32%	-6%	-1%
2025-06	7%	-14%	-2%
2025-07	34%	7%	24%
2025-08	34%	11%	16%
2025-09	20%	11%	13%

资料来源：九谦，国金证券研究所

# 白电外需：空调明显承压，冰洗有所修复

- 从海关数据来看，Q3空调出口延续了承压态势，我们认为主要受到部分海外地区雨季较长、气温偏低导致终端需求下滑的负面影响，海信、长虹、美菱三季度空调出口增速均有所承压。
- 冰洗海外需求稳健，Q3以来海关出口增速较Q2有所修复。上市公司表现趋势与海关数据表现类似，美的、海信、长虹、美菱冰洗出口增速环比均有不同程度提升，冰冷出口为主业的TCL智家三季度归母净利润增长27.5%。

图：Q3以来冰冷洗出口增速已出现明显修复



图：年初至今空调东南亚、南美需求承压，或主要系天气因素影响

	空调出口 年累增速	冰冷出口 年累增速	洗衣机出口 年累增速
北美	-13%	-25%	-9%
欧洲	22%	-4%	15%
东南亚	-20%	25%	1%
南美	-11%	17%	18%
中东	-5%	-7%	8%
非洲	8%	41%	32%

资料来源：海关总署，国金证券研究所



# 白电营收表现：增长韧性凸显，龙头优势稳固

- 板块层面，收入端，25Q3白电板块营收同比+5.1%，增速环比Q2基本持平，增长韧性凸显。利润端，降本增效对冲外部扰动，板块盈利能力保持稳定，25Q3归母净利润同比+3.2%。
- 公司层面，增长动力转向龙头内生优势。一线龙头如美的集团、海尔智家凭借规模与供应链优势，盈利表现稳健；TCL智家冰洗出口为主，出货结构优化带动利润端表现超预期，同24H1相比，二线白电品牌则受竞争加剧等因素影响，相对承压，行业分化格局延续。

图：白电25Q3收入+5.1%，利润端保持正增长

指标	2025Q1	2024Q1	2025Q2	2024Q2	2025Q3	2024Q3
营收（亿元）	2859.8	2456.8	2973.5	2809.0	2643.6	2514.4
营收yoy	16.40%	9.57%	5.86%	5.62%	5.14%	1.05%
归母净利润（亿元）	254.2	198.1	301.7	285.4	254.0	246.1
归母净利润yoy	28.34%	16.32%	5.70%	13.73%	3.22%	10.10%
毛利率	16.80%	16.57%	26.37%	28.20%	26.34%	27.34%
销售费用率	8.62%	10.28%	8.89%	10.36%	8.68%	9.81%
归母净利率	8.89%	8.06%	10.15%	10.16%	9.61%	9.79%

图：白电龙头盈利韧性凸显，美的、海尔业绩表现稳健

证券简称	业绩情况（亿元）							
	2025Q1-3 收入	yoy	2025Q1-3 归母	yoy	25Q3收入	yoy	25Q3归母	yoy
美的集团	3647.2	13.85%	378.8	19.51%	1,123.85	9.94%	118.70	8.95%
海尔智家	2340.5	15.31%	173.7	14.64%	775.60	15.16%	53.40	12.79%
格力电器	1376.5	-6.62%	214.6	-2.27%	400.34	-15.06%	70.49	-9.92%
海信家电	715.3	1.35%	28.1	0.67%	221.92	1.16%	7.35	-5.40%
长虹美菱	253.9	11.58%	4.9	-7.92%	73.21	-6.26%	0.71	-38.29%
TCL智家	143.5	2.87%	9.8	18.45%	48.69	-2.30%	3.39	27.51%

# 白电盈利表现：盈利能力整体平稳，费用控制保持稳健



- 从毛销差指标看，白电企业盈利能力在25Q3整体保持平稳，多数企业受关税及市场价格竞争影响，但通过稳健的费用控制，毛销差未出现大幅波动。
- 费用率整体控制良好，销售费用率变化主要受会计准则变动影响，管理费率均有所下降、研发费率基本稳健。
- 利润端，受部分地区国补退出及原材料价格上升影响，多数企业净利率较去年同期有所下滑，但变动不大，整体盈利保持相对稳健。TCL智家25Q3盈利能力显著提升，预计主要系1) 生产链条持续优化，生产运营效率提升；2) 产品结构优化，中高端产品产能提升。

图：盈利能力整体平稳，费用控制保持稳健

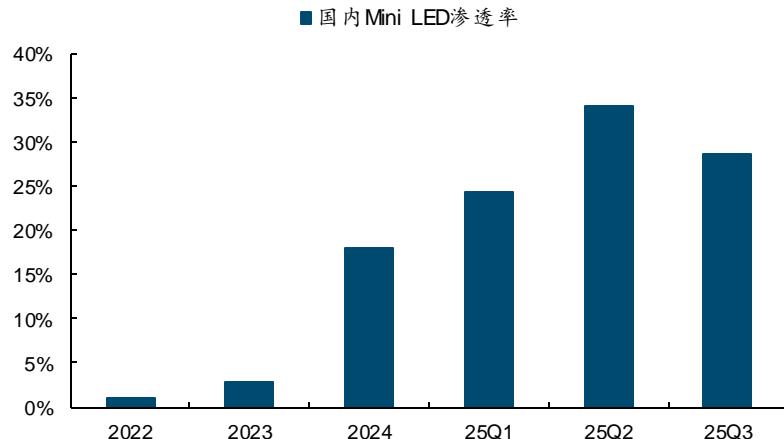
证券简称	毛利率变动			销售费用率变动			毛销差变动			管理费用率变动			研发费用率变动			净利率变动			
	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1	25Q2	25Q3	
美的集团	-1.9%	-1.1%	0.4%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-1.1%	-0.4%	1.2%	-0.4%	0.0%	-0.3%	0.0%	-0.1%	0.1%	1.4%	0.4%	-0.1%	
海尔智家	-3.6%	-3.9%	-3.4%	-3.5%	-3.9%	-3.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.2%	-0.3%
格力电器	-2.1%	-1.7%	-1.4%	-1.9%	-1.5%	-0.9%	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-1.4%	0.6%	-0.6%	0.0%	0.8%	0.4%	1.6%	0.8%	2.1%	
海信家电	-0.2%	0.6%	-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.8%	-0.5%	-0.3%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	
长虹美菱	-1.6%	-0.4%	-0.5%	-1.6%	-0.5%	-0.4%	0.1%	0.2%	-0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0.6%	-0.1%	-0.7%	-0.5%	
TCL智家	2.3%	-1.2%	3.1%	-0.4%	0.0%	-0.1%	2.6%	-1.1%	3.2%	0.1%	-0.1%	-0.7%	0.3%	-0.1%	0.1%	2.0%	-0.8%	3.0%	



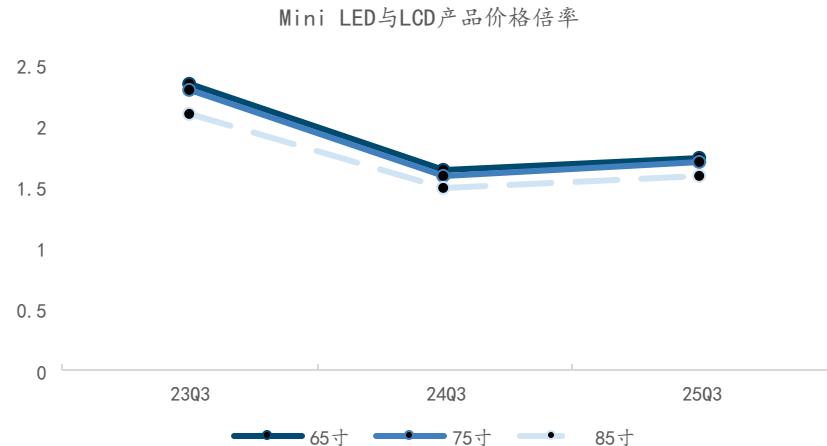
# 黑电内需：结构较同期继续优化，Mini LED渗透率稳定

- 25Q3 Mini LED渗透率仍保持在1/3左右。据奥维云网，25Q2 Mini渗透率达到33%，环比提升8pct，进入Q3，在国补阶段性退坡下Mini LED渗透率依然维持在28.3%的高位。
- 国补退坡对黑电价格影响有限，25Q3 Mini LED与LCD价差有所扩大。据奥维云网数据，25Q3 65、75、85寸Mini LED维持70%、70%、60%的价差，较Q2环比略有扩大。

图：25Q3国内Mini LED渗透率维持高位



图：25Q3 Mini LED与LCD产品价差稳定



资料来源：奥维云网，国金证券研究所

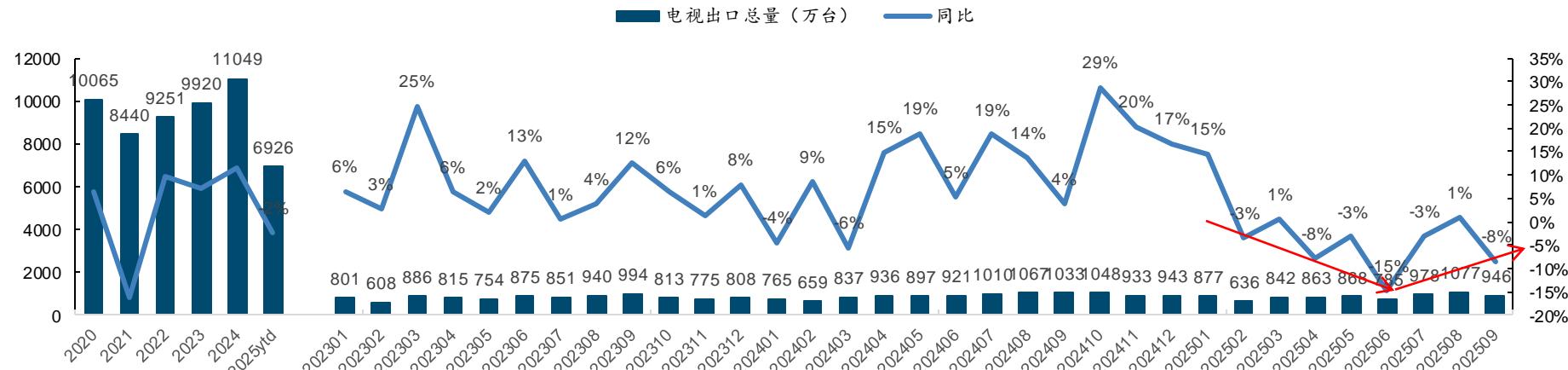
注：价格倍率指Mini LED均价相较于LCD价格的倍数



# 黑电出口：出口韧性十足，Q3有所修复

- **Q3以来黑电出口有所回温：**7月以来，从我国出口的电视增速环比出现明显改善，我们预计主要系关税阶段性缓解下，海外渠道恢复补库所带动。随着美国进入降息周期，叠加中美关系近期有所缓和，电视出口Q4有望继续修复。
- 从公司表现来看，TCL 25Q3海外销额增长14.2%。其中欧洲Q3增长30%以上；北美积极调整渠道结构，前三季度均价增长15%以上；新兴市场深化线下渠道开拓，前三季度出货量增长16.3%。参考上文奥维云网数据，我们预计海信海外同样保持双位数左右增长。

图：Q3以来电视出口增速明显改善



资料来源：海关总署，国金证券研究所

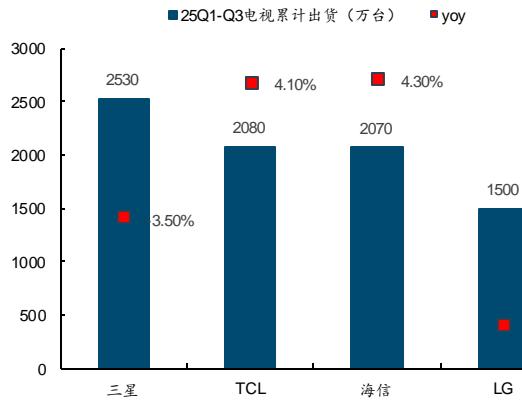


# 黑电全球：前三季度国内品牌逆势增长，三星、LG盈利压力加大

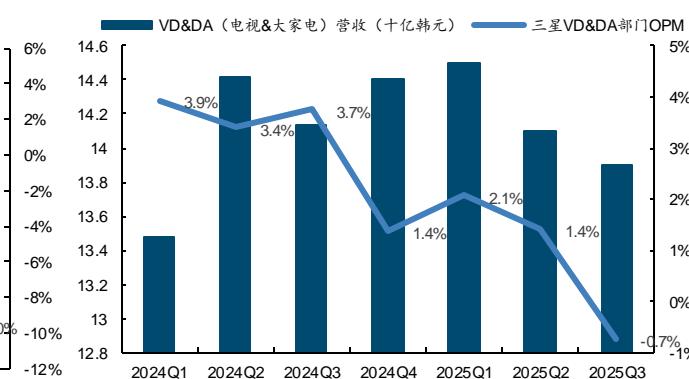


- 前三季度全球黑电需求基本稳定。据奥维云网，25Q3全球电视出货531万台，同比+0.5%。前三季度累计出货1454万台，同比-0.7%，分区域看，国内、欧洲下滑2.4%、2.7%，亚太、拉美、北美略增长。
- 叙事持续演绎，国牌持续抢份额。前三季度，三星、LG出货量同比分别下滑3.5%、9.6%，海信、TCL出货量同比分别逆势提升4.3%、4.1%。
- 三星、LG电视业务所在部门Q3盈利压力进一步加大。三星电视所在部门VD&DA三季度OPM转负，同比-4.3pct至-0.7%，环比-2.1pct，强调下滑原因主要为竞争加剧；LG电视所在部门MS三季度OPM同比-6.7pct、环比-2.1pct至-6.5%。

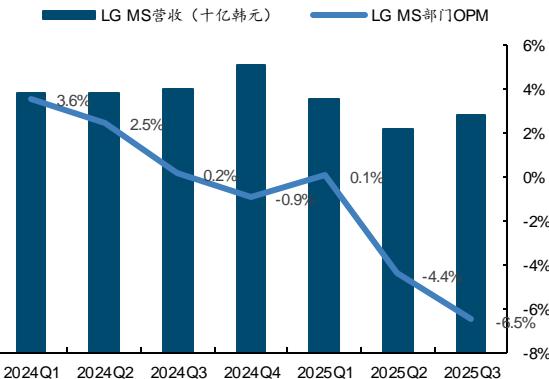
图：25年前三季度国产品牌电视出货逆势增长



图：三星电视所在部门Q3 OPM转负



图：LG电视所在部门Q3 OPM环比进一步降至-6.5%



# 黑电营收表现：结构升级红利延续，企业分化加大



- 板块层面，收入端，受国补阶段性暂停影响，需求小幅走弱，25Q3黑电板块营收同比-2.4%。但得益于大尺寸、Mini LED等高端产品出货提速带动产品结构持续优化，归母净利润同比-1.4%，较Q2（-2.8%）进一步收窄，盈利保持相对稳健。
- 公司层面，盈利分化明显，海信视像作为黑电龙头表现突出，受益于大尺寸与Mini LED产品结构优化及费用效率提升，公司25Q3营收+2.7%，归母净利润+20.3%，盈利能力稳步提升。TCL电子作为黑电龙头同样实现前三季度累计出货量5.3%的增长。

图：黑电板块25Q3收入-2.4%，利润-1.4%

指标	2025Q1	2024Q1	2025Q2	2024Q2	2025Q3	2024Q3
营收（亿元）	197.1	199.2	217.3	211.2	240.7	246.8
营收yoy	-1.1%	8.2%	2.9%	0.5%	-2.4%	9.4%
归母净利润（亿元）	9.6	10.0	9.0	9.3	9.3	9.5
归母净利润yoy	-4.6%	-14.6%	-2.8%	-7.9%	-1.4%	-24.3%
毛利率	16.8%	16.6%	16.8%	16.7%	14.8%	14.8%
销售费用率	5.9%	5.5%	5.7%	5.5%	4.9%	4.9%
归母净利率	4.9%	5.0%	4.2%	4.4%	3.9%	3.8%

图：黑电公司中海信视像表现亮眼

证券简称	业绩情况（亿元）							
	2025Q1-3 收入	yoy	2025Q1- 3归母	yoy	25Q3收 入	yoy	25Q3归 母	yoy
创维数字	64.6	-2.4%	0.9	-233.67%		9.1%	0.3	-41.0%
兆驰股份	139.0	-14.0%	10.0	-27.1%	54.1	-18.5%	3.4	-26.6%
海信视像	428.3	5.4%	16.3	24.3%	156.0	2.7%	5.7	20.3%
极米科技	23.3	2.0%	0.8	297.5%	7.0	2.9%	-0.1	79.7%

# 黑电盈利表现：品牌龙头盈利能力持续提升，费用效率优化明显



- 受益于国补推动的大尺寸及高端化进程延续，叠加面板价格保持平稳，25Q3黑电品牌龙头毛销差维持提升态势，其中海信视像作为国内黑电龙头持续受益，25Q3毛销差同比进一步提升；兆驰高端产品占比提升驱动整体毛利率修复；极米垂直整合+成本管控优化下，25Q3毛利、毛销差延续Q2增长态势。
- 费用率端，黑电厂商费用投放总体保持平稳，海信视像25Q3销售、管理及研发费用率均实现同比下降，体现整体费效提升。
- 净利率端，海信视像盈利能力稳步增强，主要系内销结构优化与费用管控共同驱动；极米在毛利端稳步提升下，净利率延续同比改善趋势。

图：黑电品牌龙头海信视像盈利能力持续提升

证券简称	毛利率变动			销售费用率变动			毛销差变动			管理费用率变动			研发费用率变动			净利润率变动		
	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1	25Q2	25Q3	25Q1	25Q2	25Q3
海信视像	0.2%	0.9%	0.0%	0.4%	0.4%	-0.2%	-0.2%	0.5%	0.2%	0.3%	0.1%	-0.2%	0.0%	0.1%	-0.3%	0.1%	0.7%	0.9%
创维数字	-2.4%	-0.9%	-0.4%	0.4%	-0.5%	-1.0%	-2.8%	-0.5%	0.6%	0.3%	0.4%	0.1%	0.7%	-1.2%	-0.7%	-4.4%	-1.3%	-1.1%
兆驰股份	0.6%	-1.9%	0.0%	0.3%	-0.2%	0.1%	0.2%	-1.8%	-0.1%	0.4%	1.4%	-0.3%	0.7%	1.8%	0.8%	-1.4%	-2.3%	0.0%
极米科技	6.0%	2.4%	2.5%	-2.7%	-3.8%	-2.3%	8.7%	6.2%	4.9%	0.9%	2.8%	-0.1%	0.6%	-0.5%	0.1%	6.0%	4.5%	5.2%

# 厨电：地产下行压力下经营承压，龙头表现相对稳健



- 板块层面，受地产下行的影响仍大，厨电板块依然承压较重，25Q2、25Q3厨电板块收入同比-9.1%、-7.0%，归母净利润同比-17.4%、-19.2%。

图：厨电板块营收、利润端仍然承压

指标	2025Q1	2024Q2		2024Q2	2025Q3	2024Q3
营收（亿元）	66.9	71.9	75.5	83.0	68.9	74.1
营收yoy	-7.0%	2.8%	-9.1%	-5.7%	-7.0%	-16.4%
归母净利润（亿元）	4.9	7.8	7.4	8.9	5.0	18.4
归母净利润yoy	-37.1%	-5.7%	-17.4%	-34.9%	-19.2%	-47.5%
毛利率	39.4%	40.8%	38.5%	39.5%	43.1%	40.9%
销售费用率	23.1%	21.6%	0.0%	20.6%	0.0%	24.0%
归母净利率	7.3%	10.8%	9.7%	10.7%	7.2%	4.2%

图：厨电龙头公司表现相对稳健

证券简称	业绩情况（亿元）							
	2025Q1-3 收入	yoy	2025Q1-3 归母	yoy	25Q3收入	yoy	25Q3归母	yoy
华帝股份	41.6	-9.1%	3.6	-11.9%	13.6	-7.9%	0.8	-19.7%
老板电器	73.1	-1.1%	11.6	-3.7%	27.0	1.4%	4.5	-14.7%
万和电气	55.2	5.5%	4.8	5.6%	14.4	1.3%	1.0	8.0%
浙江美大	3.4	-48.5%	0.2	-83.2%	1.2	-36.2%	0.1	-89.9%
火星人	5.8	-43.0%	-2.2	-1546.1%	2.0	-35.8%	-0.9	-246.9%
亿田智能	2.4	-45.5%	-1.1	904.7%	0.7	-33.9%	-0.4	-1042.0%
日出东方	27.9	-14.7%	0.4	-45.5%	9.3	-18.8%	0.0	-10.7%
帅丰电器	1.9	-39.4%	0.0	-93.3%	0.6	-25.6%	0.0	-105.8%

# 厨电：毛利端略有改善，费用率多有提升



- 毛利率端，厨电公司Q3盈利表现分化，传统厨电龙头、热水器龙头相对较优，集成灶企业承压较重。
- 费用端，受需求疲软、规模下滑、规模效应减弱等因素影响，费用投放效率明显降低，厨电企业费用率上升居多。
- 综合影响下，厨电公司净利率总体承压，总体表现相比Q2有所下滑。

图：厨电公司整体盈利波动较大，龙头相对稳健

证券简称	毛利率变动		销售费用率变动		毛销差变动		管理费用率变动		研发费用率变动		净利率变动	
	25Q2	25Q3	25Q2	25Q3	25Q2	25Q3	25Q2	25Q3	25Q2	25Q3	25Q2	25Q3
老板电器	1. 3%	0. 9%	0. 5%	2. 0%	0. 8%	-1. 1%	-0. 4%	0. 1%	-0. 6%	-0. 6%	0. 3%	-0. 1%
华帝股份	5. 0%	2. 7%	3. 5%	0. 4%	1. 4%	2. 3%	0. 9%	1. 0%	0. 0%	0. 0%	0. 6%	-0. 9%
亿田智能	-22. 8%	-22. 5%	2. 5%	-5. 5%	-25. 3%	-17. 0%	6. 9%	4. 7%	-1. 8%	-1. 8%	0. 9%	-29. 0%
火星人	-8. 8%	0. 4%	17. 9%	13. 9%	-26. 7%	-13. 5%	5. 3%	3. 8%	2. 3%	2. 3%	-33. 3%	-38. 5%
帅丰电器	-6. 4%	-15. 4%	-2. 3%	-6. 1%	-4. 1%	-9. 3%	4. 4%	4. 5%	1. 1%	1. 1%	-9. 9%	-6. 0%
浙江美大	-6. 1%	-1. 7%	-6. 8%	-10. 1%	0. 7%	8. 4%	6. 6%	5. 8%	0. 1%	0. 1%	-7. 0%	-0. 1%
万和电气	-8. 9%	2. 4%	-9. 4%	1. 5%	0. 5%	0. 9%	0. 4%	0. 8%	1. 0%	1. 0%	0. 8%	0. 0%
日出东方	1. 6%	4. 5%	0. 9%	2. 7%	0. 7%	1. 8%	-0. 1%	1. 4%	0. 8%	0. 8%	-0. 6%	-1. 2%

# 小家电：营收保持增长态势，盈利能力实现修复



- 板块层面，小家电25Q3板块整体营收同比+6.5%，营收保持增长态势，利润同比+10.6%，盈利能力实现修复。
- 公司层面，25年Q3小电企业业绩表现分化，小熊、北鼎、科沃斯等受益于国补政策红利仍在、产品结构优化及价格竞争缓解等因素，利润实现恢复性增长，比依、欧圣、德尔玛、德昌等出口链企业受关税的扰动较大，利润承压偏重。

图：小家电板块Q2营收+11%，利润仍然承压

指标	2025Q1	2024Q1	2025Q2	2024Q2	2025Q3	2024Q3
营收（亿元）	277.0	239.8	296.7	267.1	287.67	270.03
营收yoy	15.5%	13.1%	11.0%	7.9%	6.5%	3.6%
归母净利润（亿元）	23.9	23.2	22.7	26.5	20.4	18.4
归母净利润yoy	3.1%	12.1%	-14.5%	-3.5%	10.6%	-24.5%
毛利率	32.1%	33.1%	32.7%	32.6%	30.9%	30.6%
销售费用率	15.1%	14.3%	16.3%	14.5%	15.0%	14.5%
归母净利率	8.6%	9.7%	7.6%	9.9%	7.1%	7.1%

图：小熊、北鼎、科沃斯利润表现亮眼

证券简称	业绩情况（亿元）							
	2025Q1-3 收入	yoy	2025Q1-3 归母	yoy	25Q3收入	yoy	25Q3归母	yoy
苏泊尔	169.0	2.3%	13.7	-4.7%	54.2	-2.3%	4.3	-13.4%
九阳股份	55.9	-9.7%	1.2	26.0%	16.0	-11.0%	0.0	-101.1%
新宝股份	122.8	-3.2%	8.4	7.1%	44.8	-9.8%	3.0	-13.1%
小熊电器	36.9	17.6%	2.5	36.5%	11.6	14.7%	0.4	113.2%
北鼎股份	6.5	28.6%	0.8	113.3%	2.2	19.0%	0.3	288.9%
欧圣电气	14.5	11.3%	1.3	-29.3%	5.8	1.4%	0.2	-82.5%
德尔玛	23.8	-0.6%	0.9	-14.7%	7.0	-10.3%	0.2	-44.3%
比依股份	17.6	18.7%	0.7	-29.0%	6.0	-3.4%	0.2	-45.1%
富佳股份	22.9	23.3%	1.2	-19.2%	8.1	-3.3%	0.4	10.8%
莱克电气	73.1	0.9%	6.2	-29.3%	25.3	1.4%	1.9	-30.0%
科沃斯	128.8	25.9%	14.2	130.6%	42.0	29.3%	4.4	7160.9%
飞科电器	30.4	-8.5%	4.6	-1.6%	9.2	-7.8%	1.4	-8.8%
德昌股份	32.9	10.1%	1.6	-46.3%	12.2	8.5%	0.5	-45.8%
石头科技	120.7	72.2%	10.4	-29.5%	41.6	60.7%	3.6	2.5%
倍轻松	5.5	-34.1%	-0.7	-601.0%	1.7	-28.5%	-0.3	126.4%



# 小家电：盈利能力修复，外销敞口较大的公司盈利承压偏重

- 毛利率端，部分内销敞口较大公司盈利能力实现修复，外销敞口较大的公司压力偏大。
- 费用率端，随着规模回升，小家电公司费用投放效率环比Q2有所提高，费用率波动减弱。
- 净利率端，受益于需求小幅回暖及竞争部分缓解，科沃斯、小熊、北鼎盈利能力明显修复。

图：小家电公司利润率承压

证券简称	毛利率变动		销售费用率变动		毛销差变动		管理费用率变动		研发费用率变动		净利率变动	
	25Q2	25Q3	25Q2	25Q3	25Q2	25Q3	25Q2	25Q3	25Q2	25Q3	25Q2	25Q3
苏泊尔	-1.1%	-0.7%	0.2%	0.9%	-1.3%	-1.5%	0.0%	-0.2%	-0.1%	0.4%	-0.6%	-1.0%
九阳股份	-1.0%	4.4%	-1.2%	-0.7%	0.2%	5.0%	0.3%	0.5%	-0.8%	-0.4%	-0.7%	4.6%
新宝股份	0.1%	-0.8%	0.4%	0.1%	-0.3%	-0.9%	-0.8%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	1.0%	-0.3%
小熊电器	3.2%	3.8%	-0.9%	-1.7%	4.1%	5.5%	-1.7%	-0.5%	-1.3%	-1.1%	5.7%	1.7%
北鼎股份	1.3%	1.8%	-2.5%	-4.0%	3.8%	5.8%	-3.3%	-1.5%	-1.7%	-1.8%	4.5%	8.6%
欧圣电气	5.0%	-5.5%	1.6%	1.8%	3.4%	-7.3%	3.7%	3.7%	-1.2%	-1.7%	2.0%	-12.8%
德尔玛	-0.2%	0.8%	-1.3%	1.9%	1.1%	-1.1%	0.1%	0.6%	-0.2%	1.6%	0.2%	-1.6%
比依股份	-3.4%	-2.5%	2.4%	1.9%	-5.8%	-4.4%	1.3%	0.6%	0.0%	0.5%	-4.6%	-2.6%
富佳股份	-4.3%	-0.6%	-0.1%	0.1%	-4.2%	-0.6%	-0.5%	1.0%	0.3%	-0.5%	-7.0%	0.5%
莱克电气	-0.9%	-1.4%	1.5%	0.8%	-2.4%	-2.3%	0.0%	-0.8%	0.0%	-0.3%	-5.2%	-3.4%
科沃斯	-1.3%	3.0%	-1.1%	-4.9%	-0.2%	7.8%	-1.1%	-0.8%	-0.8%	-1.6%	1.6%	10.3%
飞科电器	5.0%	-0.8%	-2.0%	-2.9%	7.0%	2.1%	0.8%	-1.0%	0.1%	1.5%	2.8%	-0.2%
德昌股份	-5.6%	-3.3%	0.2%	0.2%	-5.8%	-3.5%	1.2%	0.3%	0.4%	0.3%	-9.0%	-4.2%
石头科技	-8.0%	-11.8%	7.6%	-1.8%	-15.6%	-10.0%	-0.2%	-1.8%	1.0%	-0.1%	-18.9%	-4.9%
倍轻松	3.2%	-5.9%	13.8%	0.3%	-10.6%	-6.3%	3.5%	0.9%	2.2%	4.9%	-21.6%	-12.2%



# 03 投资建议

## 投资建议

- 建议重点关注两条主线：
- 1) 内销格局优化、成本端价格稳定、出海份额持续提升的黑电龙头，推荐海信视像、TCL电子。
- 2) 经营韧性突出、蓄水池深厚、分红有望提升的白电龙头，推荐美的集团、海尔智家。



# 4 风险提示

## 风险提示

- **海内外需求波动的风险。**当供给端新品推新力度不足、叠加下游需求在宏观环境影响下转弱，则行业有可能出现增长不及预期甚至下滑的风险，进而影响上市公司的盈利状况。
- **行业竞争加剧。**若行业发生价格战等情况，或对公司经营情况产生负面影响，进而影响公司利润水平。
- **汇率波动风险。**汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑损益变动与外销毛利率变动，进而影响公司利润水平。
- **关税风险。**当前全球宏观经济环境复杂，如果海外国家关税政策出现变化，会对我国出口企业利润产生一定影响。
- **原材料价格波动风险。**如果未来原材料价格出现大幅波动，可能导致企业毛利率出现大幅波动，对企业的盈利能力造成不利影响。

# 特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题