

TCL 智家 (002668.SZ)

优于大市

2025 年一季报点评：冰箱出口景气延续，结构升级拉升盈利

核心观点

收入增长良好，盈利进一步提升。公司 2025Q1 实现营收 46.0 亿/+9.6%，归母净利润 3.0 亿/+34.0%，扣非归母净利润 2.9 亿/+31.3%。Q1 我国冰箱出口在高基数下保持较高景气，公司营收实现良好增长，净利率在结构性升级的拉动下持续提升，经营质量稳步向上。

Q1 冰箱出口量价齐升，预计公司外销增长较快。海关总署数据显示，2025Q1 我国冰箱出口额达到 177 亿元，同比增长 12.5%；其中出口量同比增长 11.8%，预计均价小幅上涨。公司坚定推进全球化战略，积极开拓欧洲、东南亚及拉美等海外市场。Q1 公司出口及 ODM 订单增加，整体销量同比增长 7.3%，预计在风冷冰箱等占比提升下，均价同比上涨超 2%；海外自有品牌通过打造法国、巴西和西班牙等标杆市场，取得明显成效，推动海外品牌业务快速增长。

产品结构升级带动毛利率提升。公司持续优化生产链条，提高中高端产品产能，奥马冰箱“年产 280 万台高端风冷冰箱智能制造项目”一期和二期分别于 2023 年 11 月和 2025 年 1 月正式投产，高端风冷冰箱出货量稳步提升，带动 Q1 毛利率同比提升 2.5%至 22.6%。随着产品的逐步释放，预计未来可支持公司产品结构优化与盈利水平提升。

费用投放稳健，奥马冰箱净利润增长强劲。同口径下，公司销售/管理/研发/财务费用率分别-0.1/+0.1/+0.3/-0.3pct 至 3.3%/3.0%/3.3%/-1.2%。公司持续推动产品升级，研发投入加大；财务费用率下降预计受益于欧元升值等汇兑收益。Q1 公司净利率达到 12.0%，同比提升 2.0pct；归母净利率达到 6.6%，同比提升 1.2pct，预计合肥冰洗业务净利率同样有所提升。公司少数股东损益同比增长 27.2%至 2.5 亿，奥马冰箱业绩延续较高增长趋势。

合同负债创新高，经营性现金流表现靓丽。Q1 公司合同负债余额达到 4.3 亿元，同/环比分别增长 16.7%/13.1%，创下历史新高。公司 Q1 经营性现金流量净额同比增长 33.3%至 5.8 亿元，现金流质量良好。

风险提示：行业竞争加剧；汇率大幅波动；全球冰洗需求增长不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

公司连续多年蝉联冰箱出口龙头，聚焦主业后经营质量稳步提升，与 TCL 业务协同可期。维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 11.3/12.4/13.4 亿，同比+11%/+10%/+8%，对应 PE 为 10/9/8 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,180	18,361	20,177	21,916	23,633
(+/-%)	93.6%	21.0%	9.9%	8.6%	7.8%
归母净利润(百万元)	787	1019	1132	1240	1340
(+/-%)	85.7%	29.6%	11.1%	9.5%	8.1%
每股收益(元)	0.73	0.94	1.04	1.14	1.24
EBIT Margin	11.4%	11.7%	11.9%	11.9%	11.8%
净资产收益率 (ROE)	55.6%	42.2%	33.0%	28.0%	25.0%
市盈率 (PE)	13.9	10.8	9.7	8.8	8.2
EV/EBITDA	10.7	9.2	8.8	8.4	8.2
市净率 (PB)	7.75	4.54	3.19	2.48	2.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

家用电器 · 白色家电

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康 0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

证券分析师：邹会阳 0755-81981518
zouhuiyang@guosen.com.cn
S0980523020001

联系人：李晶 lijing29@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 10.75 元
总市值/流通市值 11654/11654 百万元
52 周最高价/最低价 14.11/7.57 元
近 3 个月日均成交额 219.69 百万元

市场走势

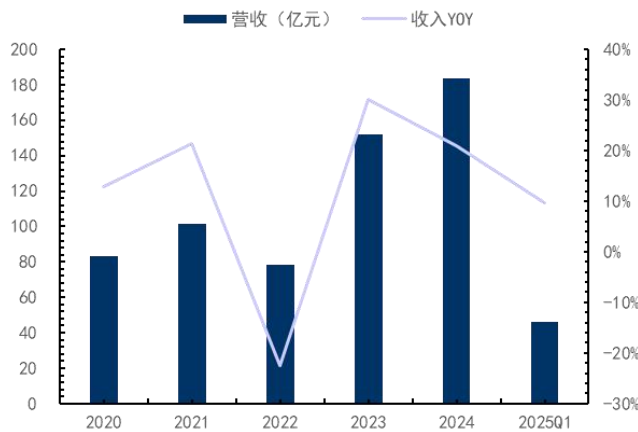


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

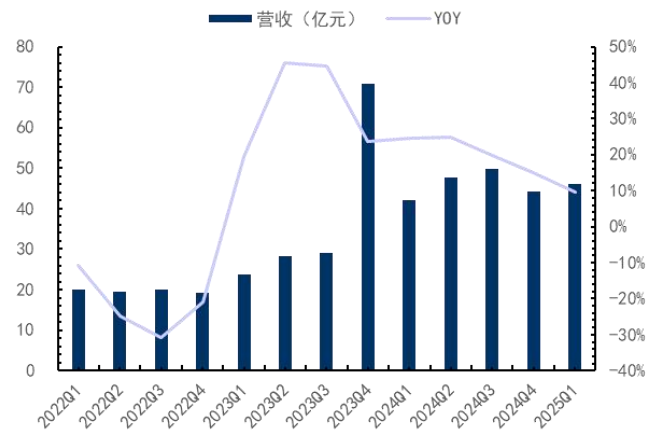
《TCL 智家 (002668.SZ) -2024 年报点评：收入业绩较快增长，经营质量进一步优化》——2025-03-11
《TCL 智家 (002668.SZ) -2024 年中报点评：经营景气持续，二季度盈利加速提升》——2024-08-09
《奥马电器 (002668.SZ) -2024 年一季报点评：营收延续较快增长，整体盈利稳中向上》——2024-04-26
《奥马电器 (002668.SZ) -拟更名“TCL 智家”并扩充经营范围，向智慧家居软硬件龙头看齐》——2024-04-17
《奥马电器 (002668.SZ) -2023 年业绩预告点评：冰箱外销景气高，全年利润快速增长》——2024-01-30

图1: 公司营业收入及增速



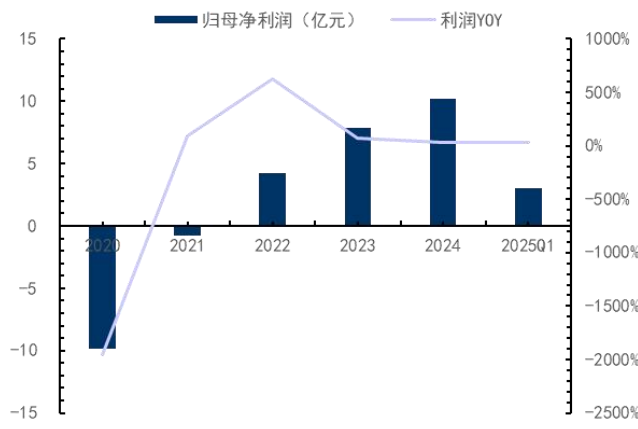
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



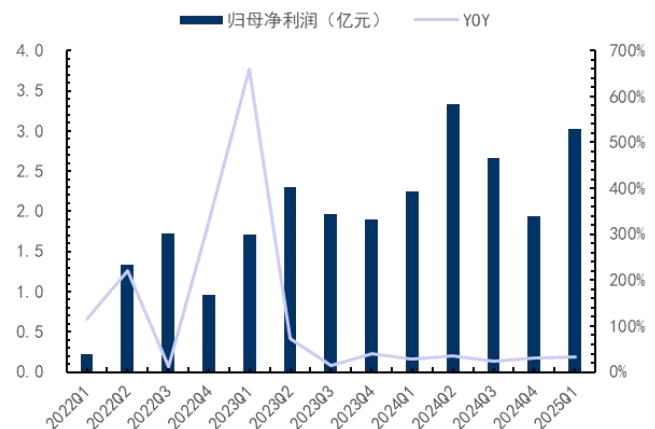
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速

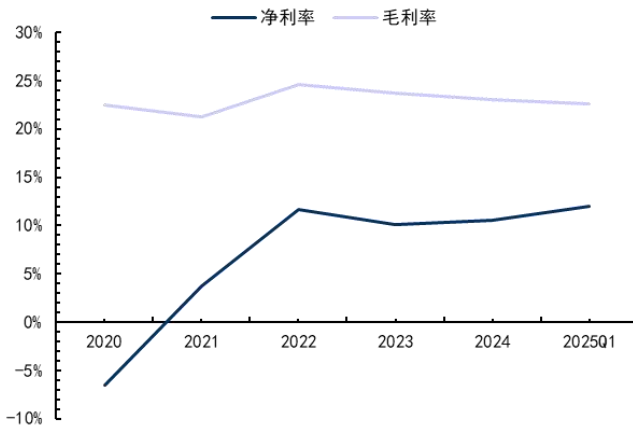


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

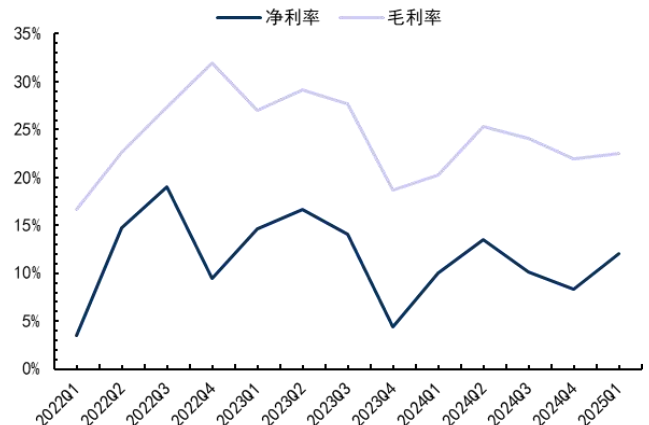
图4: 公司单季归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率


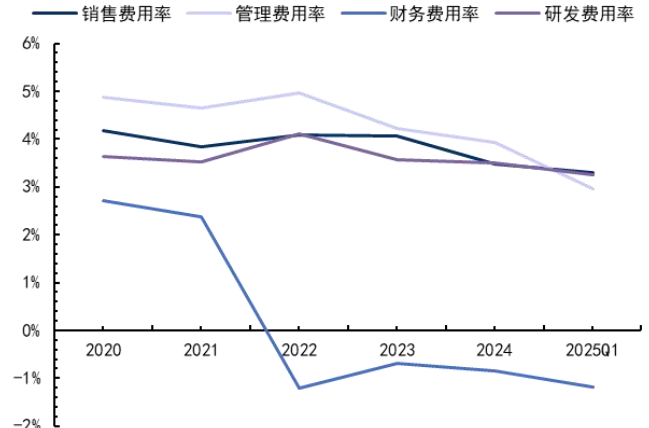
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司研发费用率情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				PEG	投资评级
			亿元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(25E)	
600690.SH	海尔智家	24.68	2,131	2.00	2.26	2.49	2.74	12.4	10.9	9.9	9.0	1.1	优于大市
000333.SZ	美的集团	71.72	5,456	5.03	5.62	6.13	6.63	14.2	12.8	11.7	10.8	1.5	优于大市
000921.SZ	海信家电	28.36	367	2.42	2.73	3.02	3.34	11.7	10.4	9.4	8.5	1.0	优于大市
002668.SZ	TCL 智家	10.11	117	0.94	1.04	1.14	1.24	10.8	9.7	8.8	8.2	1.1	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2415	2502	4408	5891	7364	营业收入	15180	18361	20177	21916	23633
应收款项	3637	4391	4809	5404	6151	营业成本	11585	14133	15539	16882	18244
存货净额	1541	1773	2021	2149	2273	营业税金及附加	69	85	95	101	110
其他流动资产	967	1881	2018	2202	2373	销售费用	617	640	686	734	780
流动资产合计	9687	11517	14076	16485	19001	管理费用	643	720	777	843	909
固定资产	2088	2582	2716	2705	2646	研发费用	542	643	686	745	804
无形资产及其他	269	266	255	245	234	财务费用	(103)	(155)	(62)	(79)	(108)
投资性房地产	529	528	528	528	528	投资收益	(23)	63	51	40	51
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(48)	(55)	(26)	(13)	(13)
资产总计	12572	14892	17575	19962	22408	其他收入	(509)	(699)	(666)	(723)	(780)
短期借款及交易性金融负债	668	682	675	675	677	营业利润	1787	2246	2502	2737	2957
应付款项	7871	8892	9971	10790	11671	营业外净收支	(9)	(7)	(9)	(10)	(8)
其他流动负债	1318	1408	1591	1717	1857	利润总额	1778	2239	2493	2727	2949
流动负债合计	9856	10983	12236	13183	14205	所得税费用	241	298	335	365	395
长期借款及应付债券	213	113	113	113	113	少数股东损益	751	921	1026	1122	1214
其他长期负债	124	253	253	253	253	归属于母公司净利润	787	1019	1132	1240	1340
长期负债合计	337	367	367	367	367	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	10193	11350	12603	13550	14572	净利润	787	1019	1132	1240	1340
少数股东权益	965	1126	1536	1985	2471	资产减值准备	54	78	25	1	(3)
股东权益	1414	2416	3435	4428	5366	折旧摊销	259	298	276	309	329
负债和股东权益总计	12572	14892	17575	19962	22408	公允价值变动损失	48	55	26	13	13
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(103)	(155)	(62)	(79)	(108)
每股收益	0.73	0.94	1.04	1.14	1.24	营运资本变动	1191	(580)	482	40	(25)
每股红利	0.63	0.73	0.10	0.23	0.37	其它	669	827	386	448	489
每股净资产	1.30	2.23	3.17	4.08	4.95	经营活动现金流	3007	1698	2326	2051	2143
ROIC	72%	73%	68%	80%	87%	资本开支	(1174)	(805)	(450)	(300)	(270)
ROE	56%	42%	33%	28%	25%	其它投资现金流	(877)	158	150	(20)	0
毛利率	24%	23%	23%	23%	23%	投资活动现金流	(2051)	(647)	(300)	(320)	(270)
EBIT Margin	11%	12%	12%	12%	12%	权益性融资	66	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	13%	13%	13%	13%	负债净变化	166	(99)	0	0	0
收入增长	94%	21%	10%	9%	8%	支付股利、利息	(688)	(792)	(113)	(248)	(402)
净利润增长率	86%	30%	11%	10%	8%	其它融资现金流	38	819	(7)	0	2
资产负债率	89%	84%	80%	78%	76%	融资活动现金流	(940)	(963)	(121)	(248)	(400)
股息率	6.3%	7.2%	1.0%	2.3%	3.7%	现金净变动	16	88	1905	1483	1473
P/E	13.9	10.8	9.7	8.8	8.2	货币资金的期初余额	2399	2415	2502	4408	5891
P/B	7.8	4.5	3.2	2.5	2.0	货币资金的期末余额	2415	2502	4408	5891	7364
EV/EBITDA	10.7	9.2	8.8	8.4	8.2	企业自由现金流	1765	768	2380	2310	2448
						权益自由现金流	1969	1488	2427	2378	2544

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032