

深化数字化改革与全球化推动增长

2025 年 4 月 30 日

核心观点

- 公司公告：**2025Q1 营业收入 791 亿元，同比+10.06%；归母净利润 54.87 亿元，同比+15.09%；扣非后净利润 53.64 亿元，同比+15.61%。2024 年 12 月通过表决权委托方式控制优瑾（上海），2025 年 3 月，完成收购卡奥斯模具（青岛），以上交易属于同一控制下企业合并，同比增速为调整口径下计算。
- 与时俱进，推进数字营销变革以及产品变革：**
 - 2025 年初以来，海尔管理层自媒体曝光率大幅提升，成功地吸引了消费者关注与互动，学习小米管理层与粉丝互动，增进 DTC 能力。
 - 针对渠道变化，推动 POP 店发展，完成 POP 客户数字库存模式的上线运行，实现线上型号的库存共享，加速产品周转速度。
 - 公司通过海尔智家 AI 数据云精准洞察消费者需求，实现与用户的高效交互、吸引用户参与产品设计。公司推出的 Leader 懒人三筒洗衣机（包括两个洗内衣的小筒）迎合年轻人洗衣需求获得市场好评。
 - 加速 AI 科技的应用落地，推出卡萨帝鉴赏家套系产品搭载“AI 之眼”。2025Q1 卡萨帝品牌增长超 20%，带动家电内销收入+7.8%。
- 2025Q1 海外整体收入同比+12.6%，高端化带动营业利润改善：**
 - 新兴市场，公司保持快速增长态势。南亚市场收入同比增长超 30%，东南亚市场收入同比增长超 20%；中东非市场收入同比增长超 50%；在埃及市场，公司冰箱、洗衣机、空调等品类份额翻倍增长。规模效应带动营业利润率提升。
 - 北美市场，公司规模较大，收入增长不快，但通过结构调整提升营业利润率，公司高端品牌收入实现双位数增长。欧洲地区并购 CCR，规模进一步提升。
- 国际化运营应对美国关税风险：**
 - 海尔美国市场收入规模大，市场份额高，产品主要从美国和墨西哥工厂供货，少量产品从中国和泰国工厂供货。
 - 4 月以来美国关税大幅提升，导致中国工厂无法对美国供货，会影响一些销售的型号，但不影响公司在美国的整体销售。海尔是中国家电企业全球化运营的优秀典型，供给端有能力应对美国关税的影响。市场更应关注美国消费市场需求端，未来可能的通胀以及消费市场整体需求的波动。
- 投资建议：**公司未来的增长动力来自全球化发展，以及深化产业链的数字化改革，提升竞争力，特别是空调产业竞争力。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 3078/3275/3474 亿元，分别同比增长 7.6%/6.4%/6.1%，归母净利润 212/239/263 亿元，分别同比增长 13.2%/12.9%/10.0%，摊薄 EPS 分别为 2.26/2.55/2.81 元每股，当前股价对应 11.1x/9.8x/8.9x P/E，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**美国关税风险、市场需求不及预期的风险、市场竞争加剧的风险。

海尔智家（股票代码：600690）

推荐 维持

分析师

何伟

☎：021-2025-7811

✉：hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

刘立思

☎：010-8092-7655

✉：liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

杨策

☎：010-80927615

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

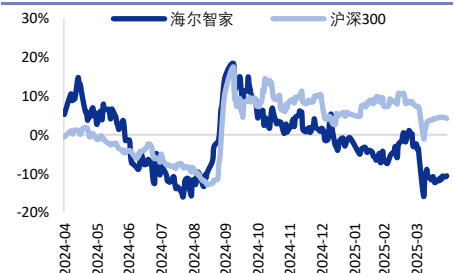
分析师登记编码：S0130520050005

市场数据

2025-4-29

股票代码	600690.SH
A 股收盘价(元)	25.04
上证指数	3,286.65
总股本（万股）	938,291
实际流通 A 股(万股)	625,450
流通 A 股市值(亿元)	1,566.13

相对沪深 300 表现图



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	285,981	307,846	327,512	347,385
收入增长率%	4.3	7.6	6.4	6.1
归母净利润(百万元)	18,741	21,208	23,944	26,329
利润增速%	12.9	13.2	12.9	10.0
完全摊薄 EPS(元)	2.00	2.26	2.55	2.81
PE	12.5	11.1	9.8	8.9

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、公司经营情况

（一）公司业务拆分

2024 年公司实现营业收入 2860 亿元，同比增长 4.3%。其中，空调/电冰箱/洗衣机/厨电/水家电/装备部品及渠道综合服务分别实现 491 / 832 / 630 / 411 / 158 / 324 亿元，分别同比+7.4% / +2% / +2.9% / -1.1% / +4.9% / +16.1%。

2024 年，公司实现毛利率 27.8%，同比+0.3 pct。其中，空调/电冰箱/洗衣机/厨电/水家电/装备部品及渠道综合服务分别实现 23.9% / 30.8% / 31.4% / 29.3% / 41.6% / 8.6%，分别同比+0.3 / +0.5 / +0.6 / +0.4 / +1.1 / +1.1pct。

表1：公司营业收入分品类拆分

	营收（百万元）			同比增速		毛利率		
	2024	2023 调整	2023	2024	2023	2024	2023 调整	2023
营业收入	285,981	274,205	261,428	4.3%	7.3%	27.8%	27.5%	31.5%
空调	49,056	45,660	45,660	7.4%	14.0%	23.9%	23.6%	29.4%
电冰箱	83,241	81,641	81,641	2.0%	5.2%	30.8%	30.3%	32.2%
洗衣机	63,028	61,272	61,272	2.9%	6.2%	31.4%	30.8%	33.3%
厨电	41,111	41,589	41,589	-1.1%	7.4%	29.3%	29.0%	32.0%
水家电	15,751	15,011	15,011	4.9%	8.9%	41.6%	40.5%	46.1%
装备部品及渠道综合服务	32,396	27,897	15,120	16.1%	3.7%	8.6%	7.5%	8.6%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分部报告分品类拆分来看，2024 年，冰箱/厨电/空调/洗衣机/水家电/其他业务分别实现对外交易收入 833 / 411 / 493 / 631 / 160 / 331 亿元，分别同比+2% / -1.1% / +7.6% / +3% / +5.6% / +15.7%；分部利润率 7.2% / 7.7% / 4.7% / 10.3% / 13.9% / 1.3%，分别同比+0.9 / +0.6 / +0.5 / +1.1 / +1.8 / +0.1 pct。

表2：公司分部报告拆分表（分品类）

	对外交易收入（百万元）			同比增速		分部利润率		
	2024	2023 调整	2023	2024	2023	2024	2023 调整	2023
整体	285,981	274,205	261,428	4.3%	7.3%	7.2%	6.5%	6.7%
冰箱	83,344	81,731	81,731	2.0%	5.2%	7.2%	6.3%	6.1%
厨电	41,119	41,594	41,594	-1.1%	6.9%	7.7%	7.1%	7.1%
空调	49,301	45,810	45,810	7.6%	13.2%	4.7%	4.2%	4.1%
洗衣机	63,134	61,312	61,312	3.0%	6.0%	10.3%	9.2%	9.1%
水家电	16,014	15,170	15,170	5.6%	8.3%	13.9%	12.1%	12.0%
其他业务	33,069	28,587	15,810	15.7%	7.5%	1.3%	1.2%	0.4%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分部报告分地区拆分来看，2024 年，中国大陆地区、其他国家/地区分别实现对外交易收入 1422、1438 亿元，分别同比+3.2%、+5.4%。海外方面，美洲/澳洲/南亚/欧洲/东南亚/中东非/日本分别实现 795 / 66 / 115 / 321 / 66 / 27 / 34 亿元，分别同比-0.3% / +8.1% / +21.1% / +12.4% / +14.8% / +38.2% / -6.5%。

表3：公司分部报告拆分表（分地区）

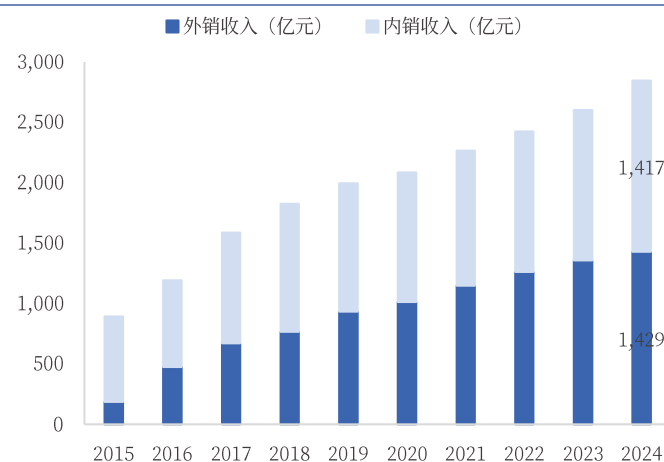
	对外交易收入（百万元）			同比增速	
	2024	2023 调整	2023	2024	2023
中国大陆地区	142,167	137,793	125,016	3.2%	7.1%
其他国家/地区	143,814	136,412	136,412	5.4%	7.6%
——美洲	79,529	79,751	79,751	-0.3%	4.1%
——澳洲	6,642	6,142	6,142	8.1%	-11.8%
——南亚	11,525	9,521	9,521	21.1%	14.9%
——欧洲	32,089	28,544	28,544	12.4%	23.9%
——东南亚	6,633	5,780	5,780	14.8%	11.6%
——中东非	2,674	1,934	1,934	38.2%	-1.8%
——日本	3,426	3,662	3,662	-6.5%	2.6%
——其他	1,296	1,077	1,077	20.4%	-4.9%
合计	285,981	274,205	261,428	4.3%	7.4%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）公司主要财务

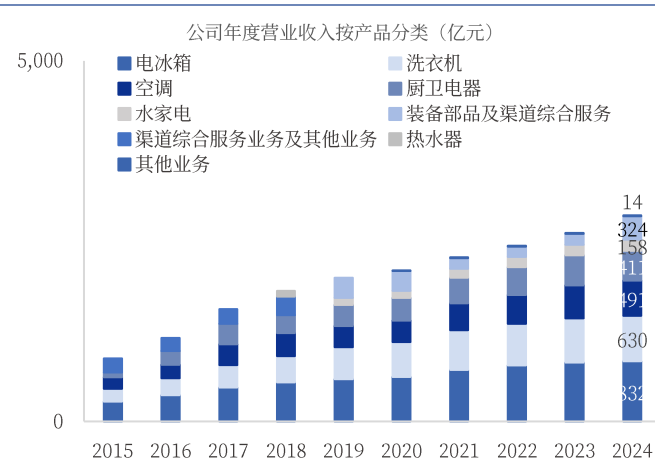
主营业务收入来看，2024 年，公司实现外销 1429 亿元，同比+5.3%，内销 1417 亿元，同比+3.1%。

图1：公司年度主营业务收入（按内外销）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

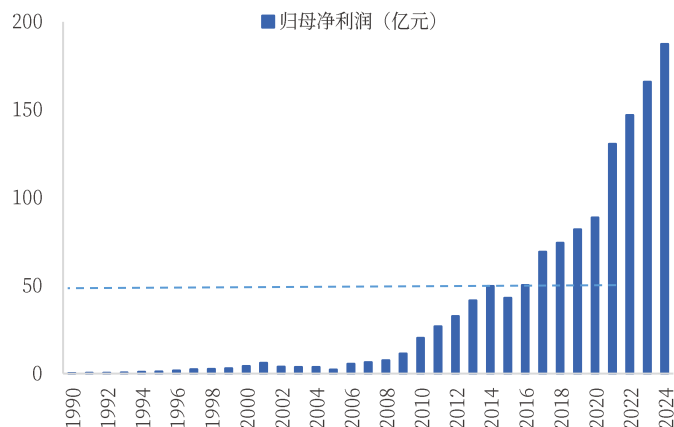
图2：公司年度营业收入（按品类）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

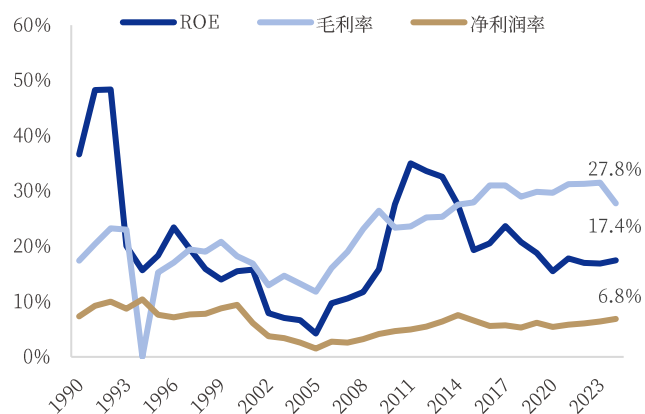
2024 年，公司实现营业收入 2860 亿元，同比+4.3%，归母净利润 187 亿元，同比增长 12.9%；毛利率 27.8%，净利润率 6.8%，ROE 17.4%；分红率 48%。2024 年 10 月，公司收购 CCR、Kwikot；2024 年 12 月，公司通过表决权委托方式实现对优瑾（上海）企业管理有限公司的控制。

图3：公司年度归属于母公司净利润



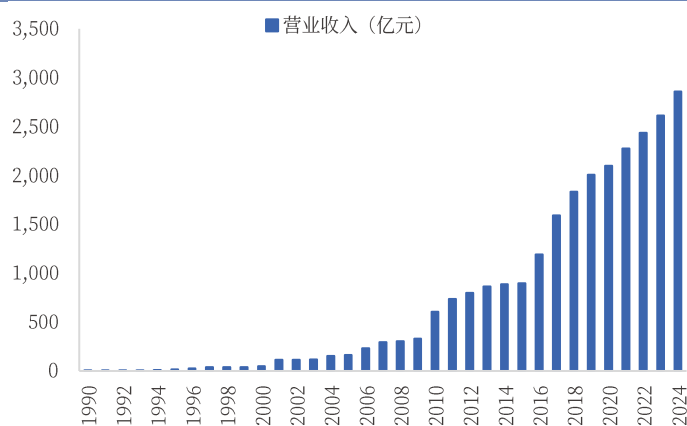
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：公司年度毛利率、ROE、净利润率



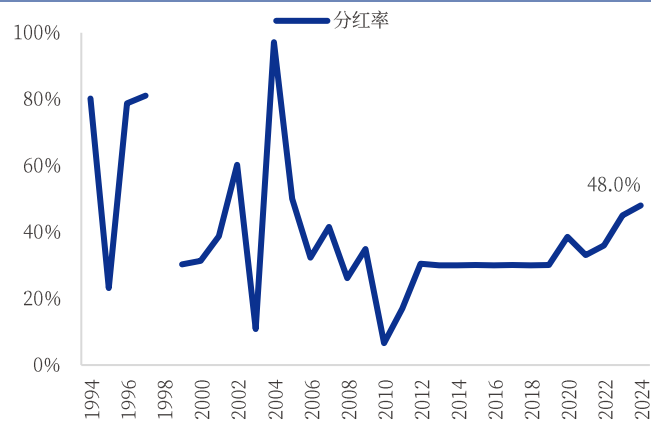
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：公司年度营业收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

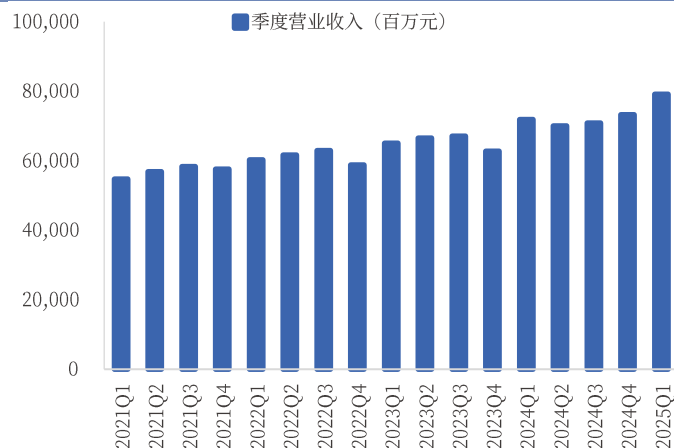
图6：公司年度分红率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

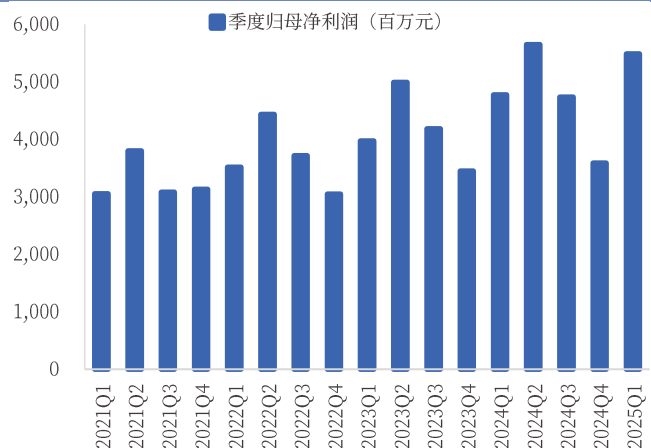
2025Q1，公司实现营业收入 791 亿元，同比+10.06%；归母净利润 54.87 亿元，同比+15.09%。
2025 年 3 月，公司完成收购卡奥斯模具（青岛）有限公司股权相关事宜。

图7：公司季度营业收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：公司季度归母净利润



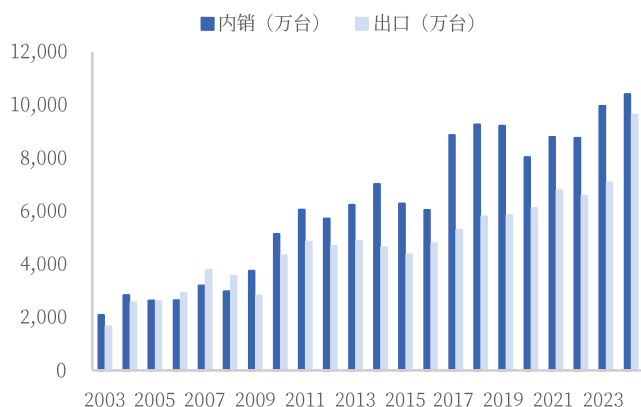
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、暖通空调产业继续增长

（一）家用空调：2024 年家用空调内外销高景气

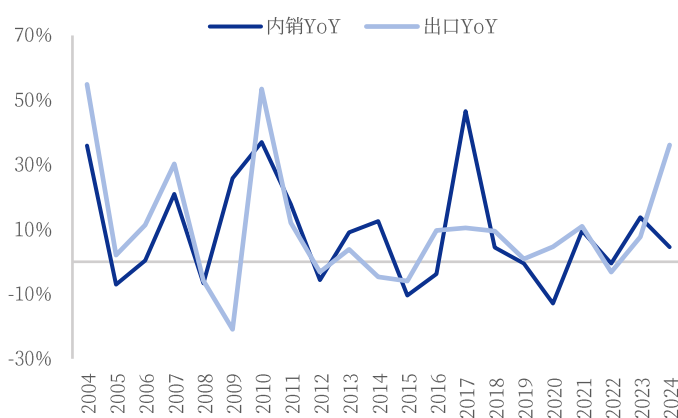
2024 年家用空调是景气的一年。内销在 2024 年第四季度受益于国家补贴政策刺激，全年实现增长。产业在线数据，2024 年家用空调累计内销规模达 10415 万台，同比增长 4.57%，其中 4Q2024 内销量同比+24%，政策拉动效果显著。出口方面，2024 年出口 9641 万台，同比增长 36.08%，表现超预期。

图9：空调年度内销和出口规模



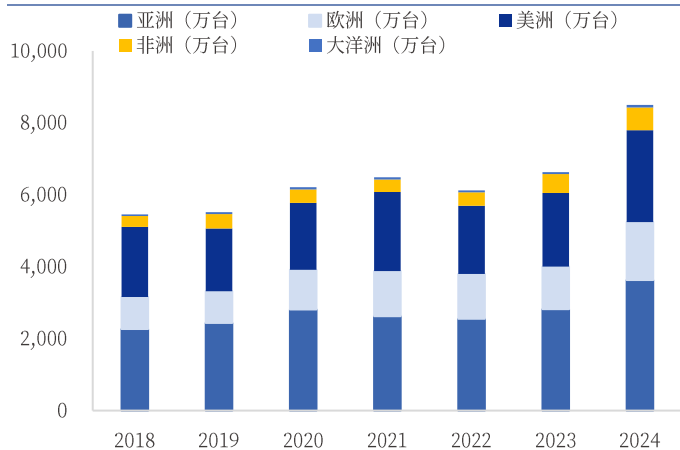
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图10：空调年度内销、出口出货量同比增速



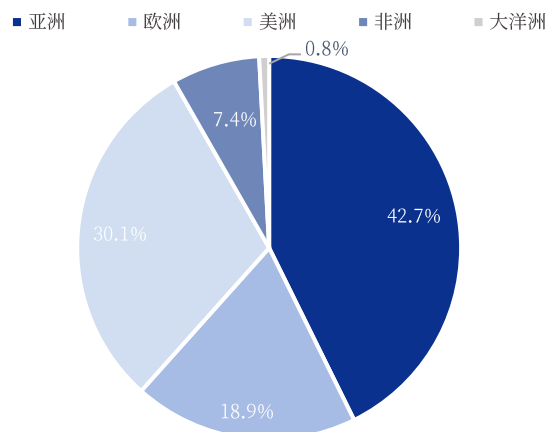
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图11：中国家用空调分区域出口出货量



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图12：中国家用空调出口出货量区域结构（2024 年）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（二）1Q2025 家用空调内销市场持续增长，但竞争加剧

空调内销保持增长，行业对 2Q25 内销出货预期乐观。 1) 相比 4Q2024 以旧换新刚推行的时期，零售增速放缓，但依然保持增长。AVC 零售监测，1Q25 空调推总零售额同比-1.9%。产业在线数据，2025 年 3 月空调内销出货量 1278 万台，同比+3.5%；1Q25 同比+6.2%。2) 行业对未来一个季度的空调内销需求抱有期待。当前市场有国家补贴，且 2024 年 4-7 月空调内销零售需求偏弱，基数较低。产业在线数据，4 月、5 月、6 月、7 月内销排产分别较 2024 年同期出货实绩增长 9.1%、15.40%、28.80%、36.70%。

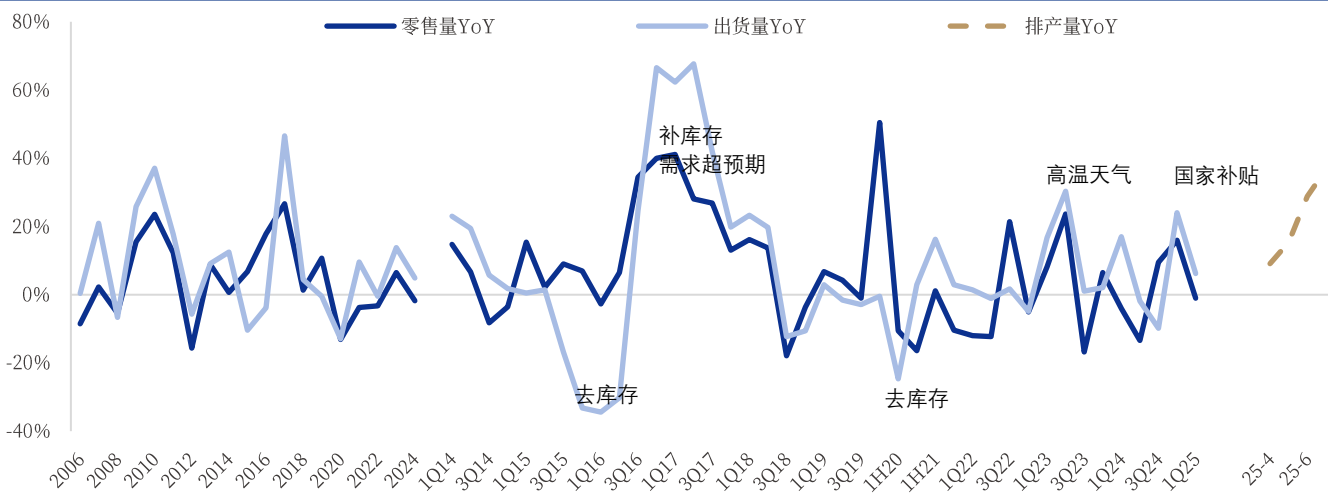
空调线上竞争加剧，但小米带来的竞争压力趋缓。

1) 2023 年以来，空调市场竞争格局较好，空调一线二线公司普遍盈利能力改善明显，且处于较高的水平。

2) 2025 年政府为消费品以旧换新准备 3000 亿元特别长期国债，按照 2024 年的补贴消耗速度，预计可支撑到 2025 年第三季度。为获得更多的补贴，空调企业已经开始争夺市场份额，空调零售价格开始下行。2024 年 9 月受益国家补贴，空调线上线下销售结构改善，零售价格同比开始上涨。2025 年 3 月，空调线下零售均价同比上涨幅度较 2024 年 9~12 月缩窄，空调线上性价比机型增加，线上零售均价同比小幅下降。

3) 小米空调自 2024 年 5 月之前份额持续上升，5 月以来市场份额稳定。2024 年 9 月起，小米致力于改善销售结构，产品性价比下降，线上零售均价明显提升。1Q25，受益于零售量份额以及当前均价明显提升，1Q25 小米线上空调零售额同比+84%。由于不再具有低同比基数，我们预计 2Q25 开始增速将明显放缓。

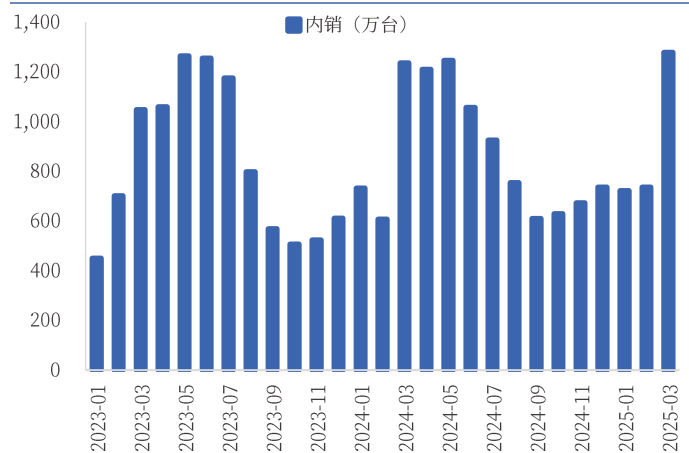
图13：中国家用空调市场零售量与出货量周期



资料来源：产业在线，奥维云网 AVC，中国银河证券研究院

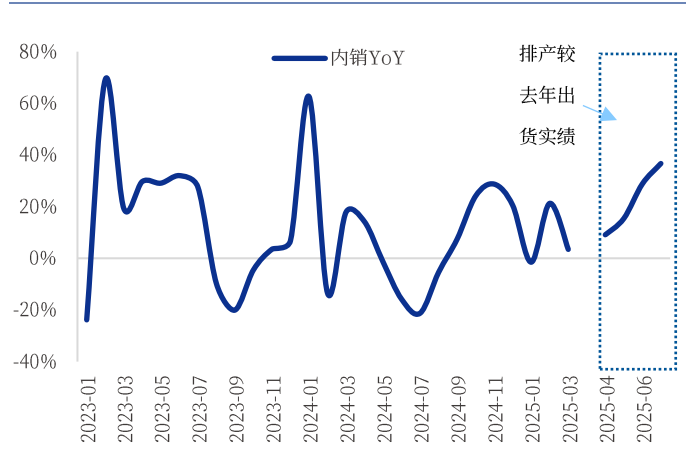
备注：排产量 YOY 指内销排产较去年同期内销出货实绩变化

图14: 家用空调内销出货量 (单月)



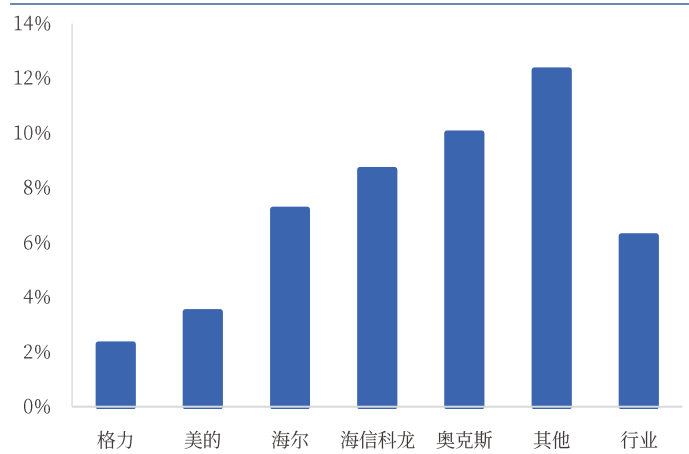
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图15: 家用空调内销出货量及排产同比增速 (单月)



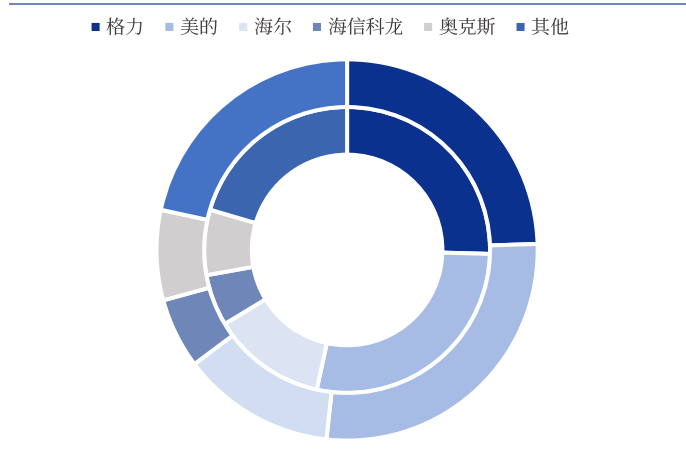
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图16: 家用空调主要品牌内销出货量增速 (25Q1)



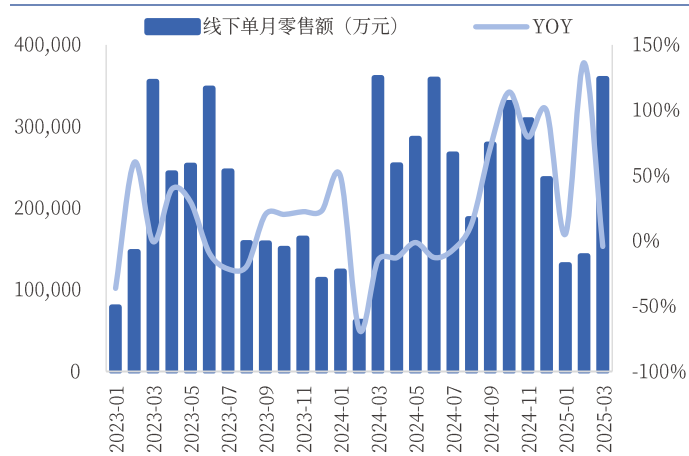
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图17: 家用空调主要品牌内销出货量份额 (外 25Q1, 内 24Q1)



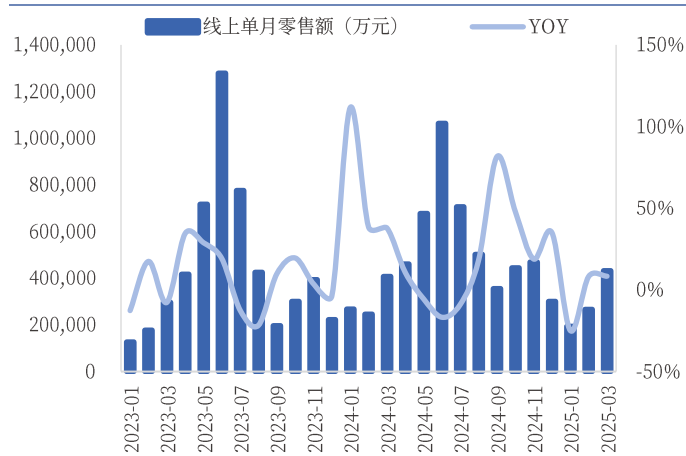
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图18: 空调线下零售市场零售额监测 (单月)



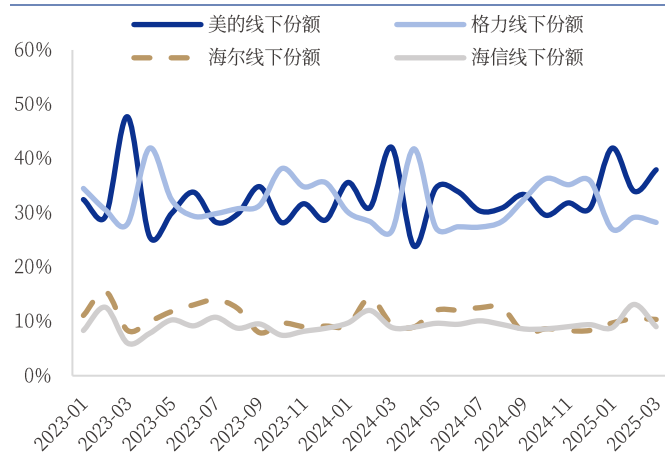
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图19: 空调线上零售市场零售额监测 (单月)



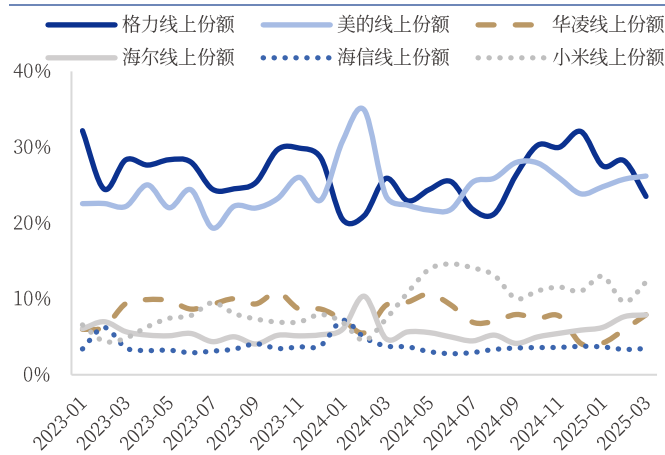
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图20: 空调线下零售市场主要品牌零售额份额 (单月)



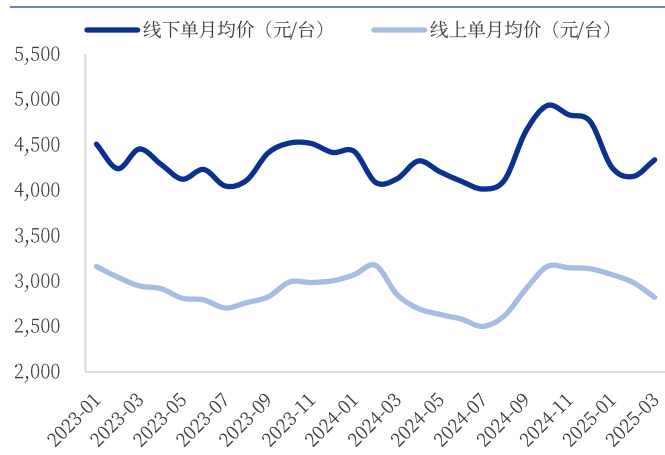
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图21: 空调线上零售市场主要品牌零售额份额 (单月)



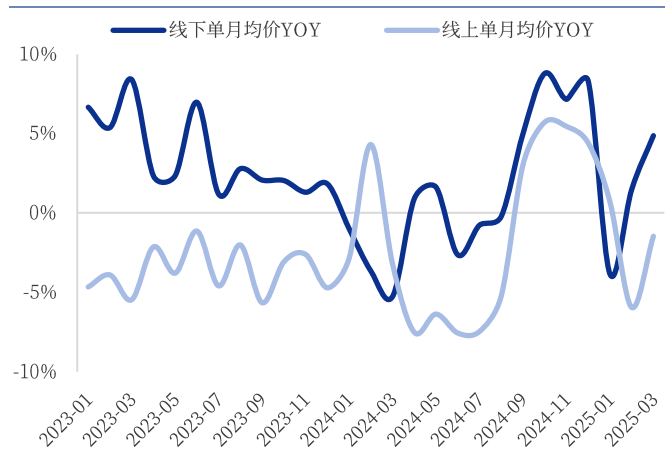
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图22: 空调线下、线上零售均价 (单月)



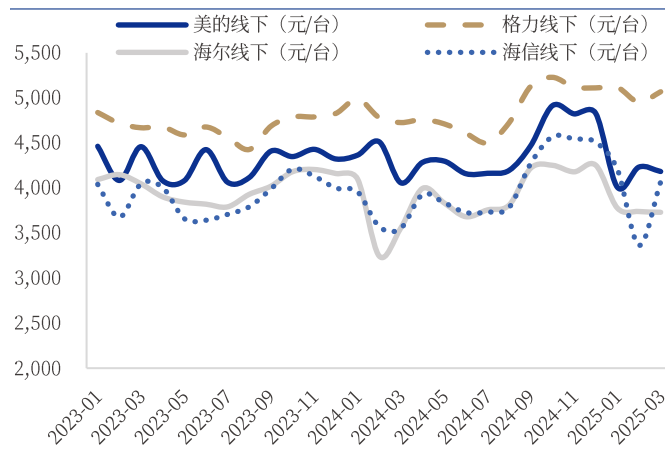
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图23: 空调线下、线上零售均价同比增长率 (单月)



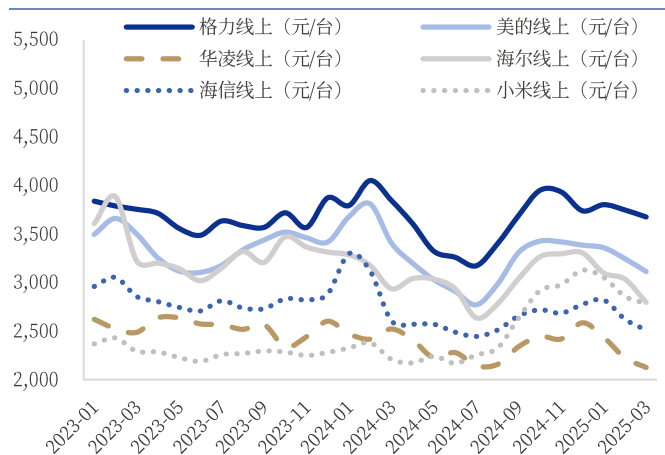
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图24: 空调线下零售市场主要品牌零售均价 (单月)



资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图25: 空调线上零售市场主要品牌零售均价 (单月)



资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

（三）1Q2025 家用空调出口增长依然快，对美国订单基本暂停

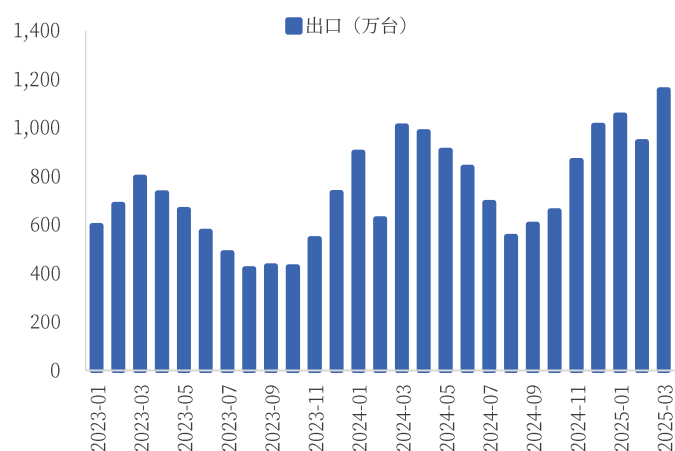
空调出口未来很快会下滑，但更需关注企业海外生产基地。

1) 2024 年以来空调出口持续超预期。产业在线数据，2024 年、1Q25 空调出口出货量分别同比+36.1%、+24.5%。

2) 由于同比基数快速提升，以及针对美国的出口订单向泰国的转移，产业在线数据，4、5、6、7 月空调出口排产量较去年出货实绩分别+7.50%、-1.60%、-12.00%、-16.70%。

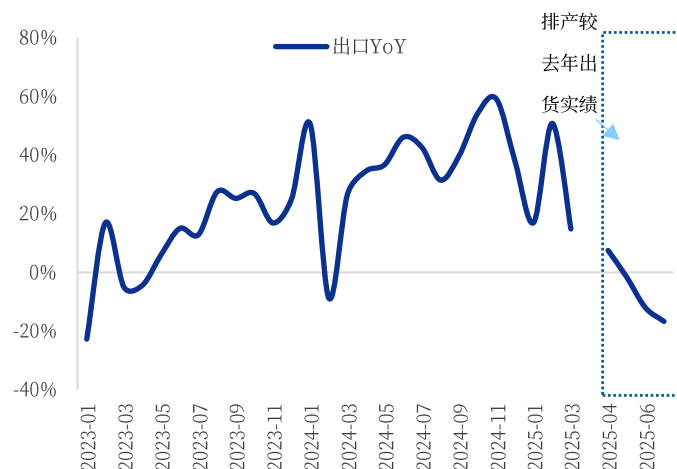
3) 美的等空调龙头已具备海外生产能力，其中泰国是除中国外主要的空调生产基地。2024 年美国空调类产品（SITC 7415）进口中从泰国进口占 8.8%，我们预计未来中国对美出口订单大部分将转移到泰国。美国关税风险有一定影响，但对于优质上市公司，海外供应链建设能够对冲风险。

图26：家用空调出口出货量（单月）



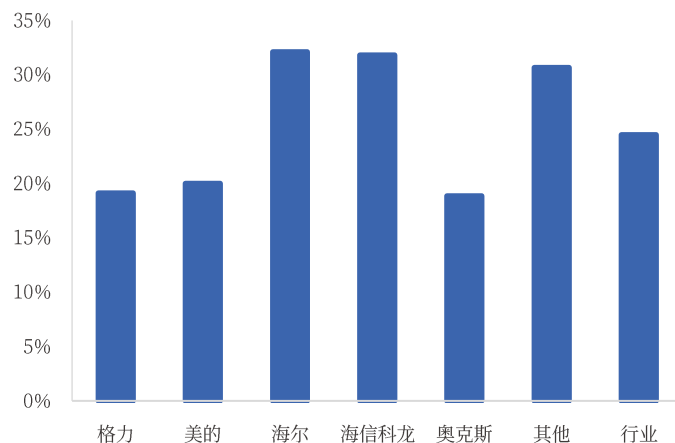
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图27：家用空调出口出货量及排产同比增速（单月）



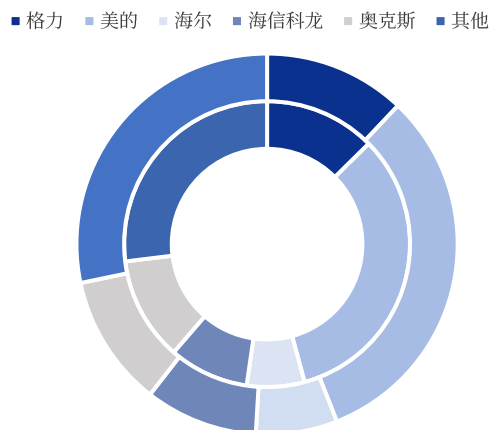
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图28：家用空调主要品牌出口出货量增速（25Q1）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图29：家用空调主要品牌出口出货量份额（外 25Q1，内 24Q1）



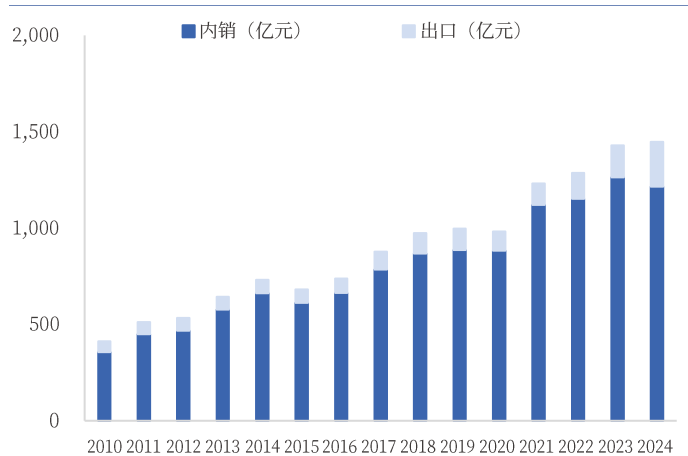
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（四）中央空调内销有压力，但出口持续保持增长

中央空调内销受房地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓负面影响。产业在线数据，2024 年中央空调内销额 1215 亿元，同比下滑 3.8%，主要系房地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓，中央空调终端需求疲弱；2025 年 1-2 月中央空调内销规模为 189 亿元，同比增长 5.7%，内销有所复苏。

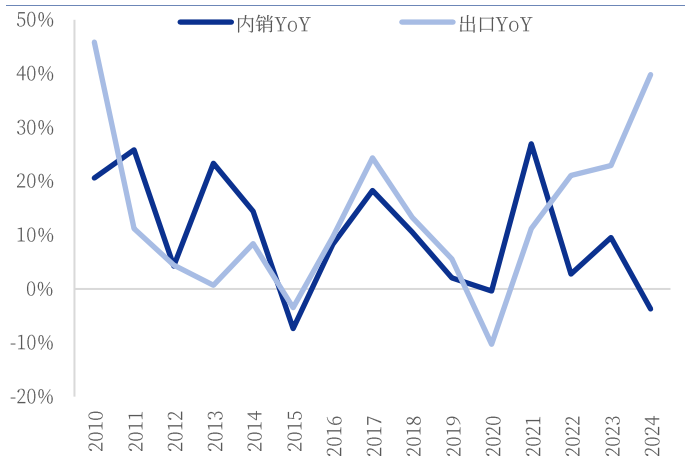
中国企业全球竞争力提升，份额提升带动出口近年较好增长。产业在线数据，2024 年中央空调出口额达 232 亿元，同比增长 39.8%；2025 年 1-2 月，出口销售额达 34 亿元，同比增长 31.2%，表现延续强劲。

图30：中央空调内销、出口规模（年度）



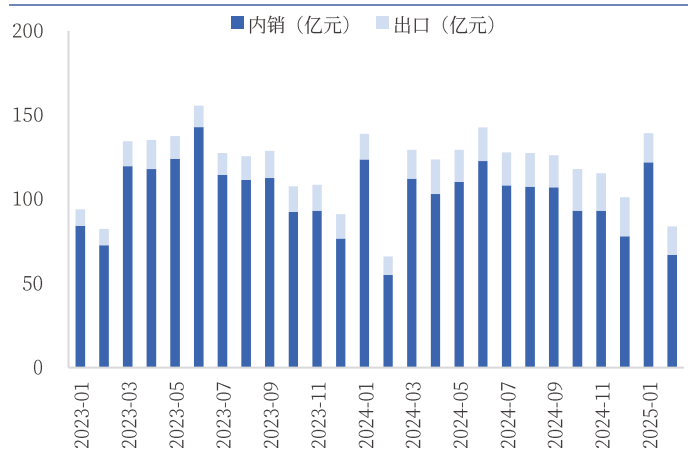
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图31：中央空调内销、出口规模同比增速（年度）



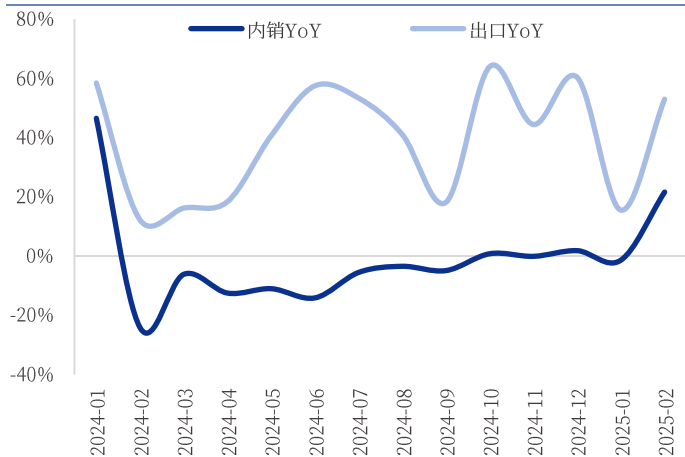
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图32：中央空调内销、出口规模（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图33：中央空调内销、出口规模同比增速（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

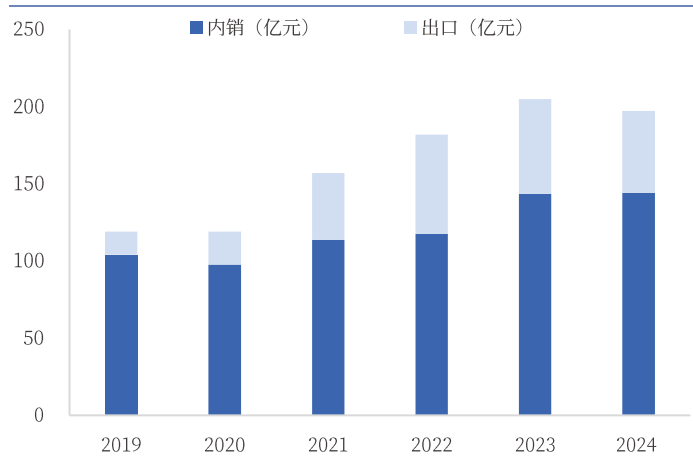
（五）国内推动热泵行业高质量发展，出口见底反弹

内销方面，有望受益于利好政策发布。2025 年 4 月 2 日，国家发展改革委等部门联合印发了《推动热泵行业高质量发展行动方案》，政策重视热泵在国内建筑、工业、农业、交通等重点领域应用，提出到 2030 年重点热泵产品能效提升 20% 以上，大功率高温热泵、高效压缩机、新型制冷剂核心技术将取得突破。根据产业在线数据，2024 年热泵内销额达 144 亿元，同比微增 0.4%；

2025 年 1-2 月内销额达 23 亿元，同比增长 38.7%。随着政策发力，国内热泵销售有望得到支撑，对应 1000 亿级市场空间。

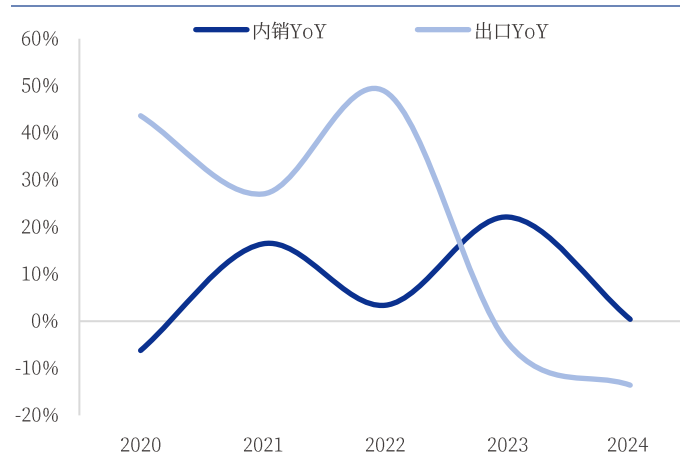
出口方面，欧洲热泵补贴政策的剧烈波动，导致热泵出口过去两年面临大力度去库存周期。2024 年下半年起，欧美热泵逐步走出去库周期，单月增速逐步改善。由于同比基数偏低，2025 年，1-2 月热泵出口同比增长 11.9%。展望未来，预计随着欧洲部分国家补贴重启，热泵出口有望延续改善。

图34：热泵内销、出口规模（年度）



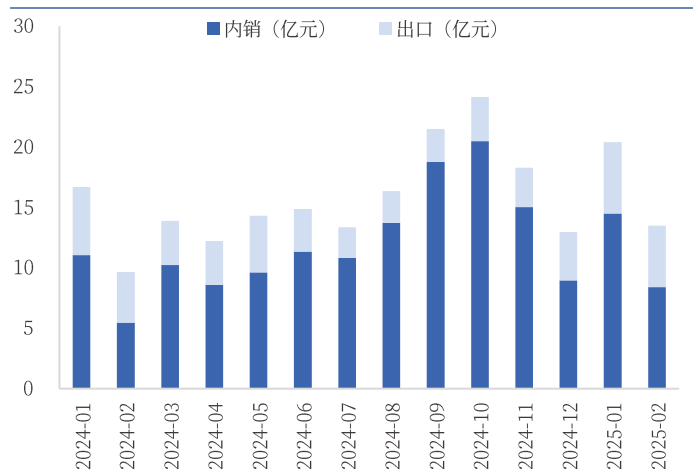
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图35：热泵内销、出口规模同比增速（年度）



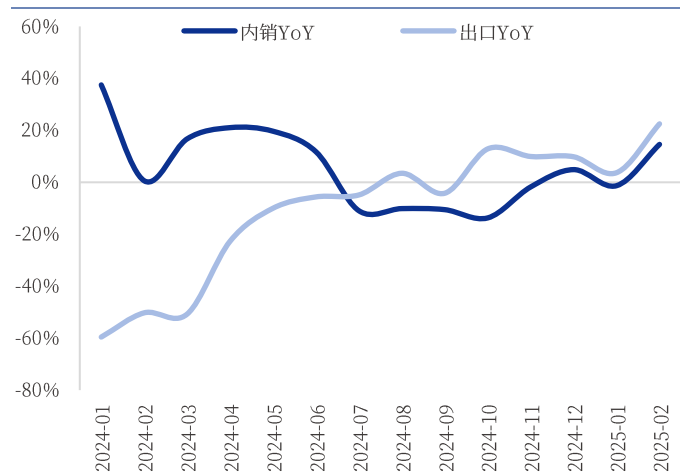
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图36：热泵内销、出口规模（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图37：热泵内销、出口规模同比增速（月度）

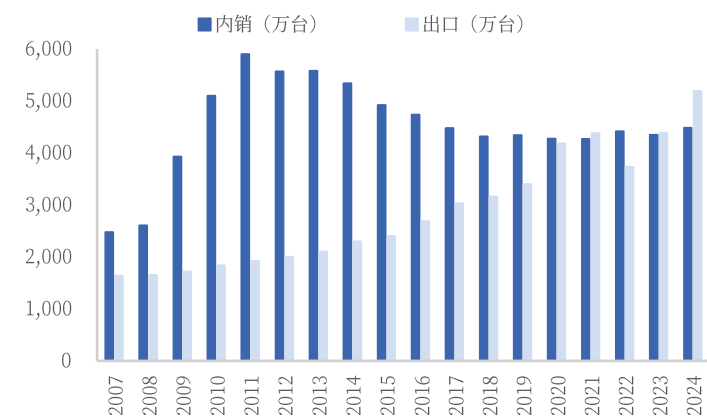


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

三、冰洗：受益于以旧换新政策拉动，内销延续改善

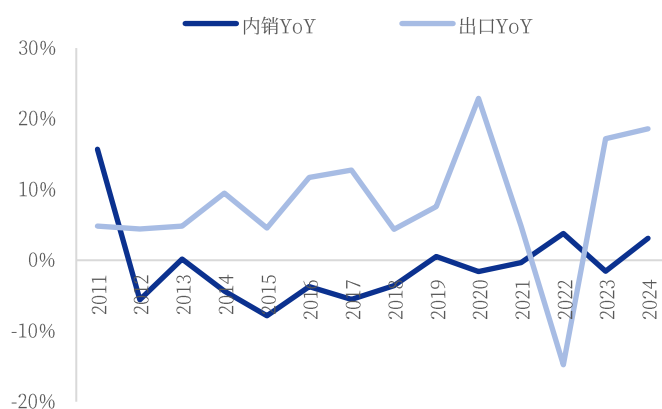
随着国内市场的高度普及，冰箱内销市场逐渐趋于饱和，消费以更新换代为主导。2024 年，受家电国补政策和以旧换新政策的推动，下半年起冰箱内销市场复苏，全年销量实现 3.11% 正增长，增速强势转正。出口方面，我国家电企业积极实现全球化布局，叠加近年来新兴市场国家需求释放明显，2024 年出口增长 18.59%，表现较为亮眼。

图38：冰箱年度累计销售规模（万台）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

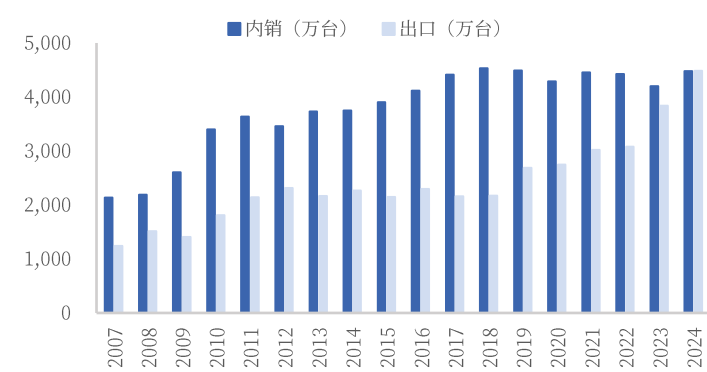
图39：冰箱累计内销、出口出货量同比增速



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

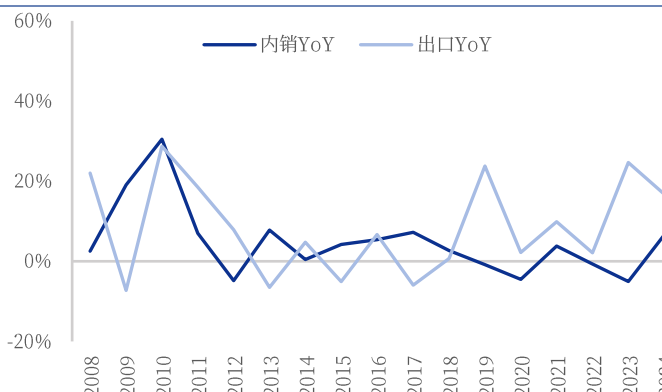
洗衣机品类方面，得益于以旧换新政策有效激活了潜在需求，叠加消费者偏好高品质、高能效产品推动产品结构升级，2024 年洗衣机内销累计达 4,482 万台，同比增长 6.7%，创近年来最好增速。出口方面，我国洗衣机在技术、成本和批量化生产等方面具备优势，叠加海外市场的关税担忧促使商家提前备货，全年出口规模达 4511 万台，同比增长 17.33%。

图40：洗衣机年度累计销售规模（万台）变化



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图41：洗衣机累计内销、出口出货量同比增速

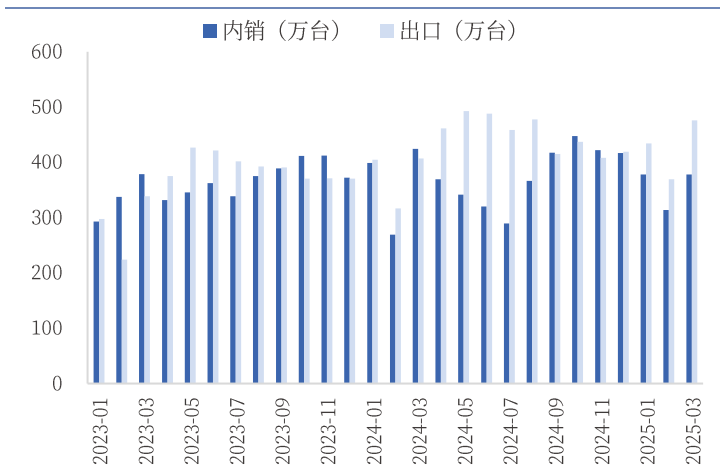


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

冰箱洗衣机内销排产景气度低于空调。2025 年 4 月至 7 月冰箱内销排产较去年出货实绩分别同比 -4.80%/-3.40%/+1.80%/+4.90%，洗衣机内销排产较去年出货实绩分别同比 +5.90%/+4.60%/+1.00%/-0.20%。

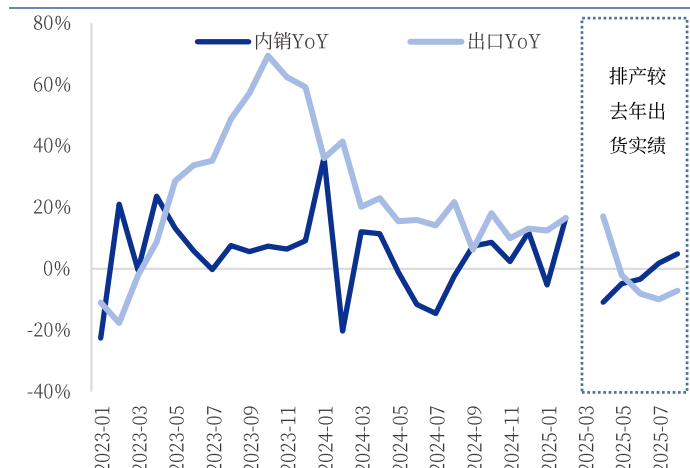
但冰箱洗衣机出口排产情况好于空调。2025 年 4 月至 7 月冰箱出口排产较去年出货实绩分别同比 -2.00%/-8.10%/-9.90%/-7.10%，洗衣机出口排产较去年出货实绩分别同比 +1.50%/+3.40%/-0.90%/4.50%。

图42：冰箱月度销售规模



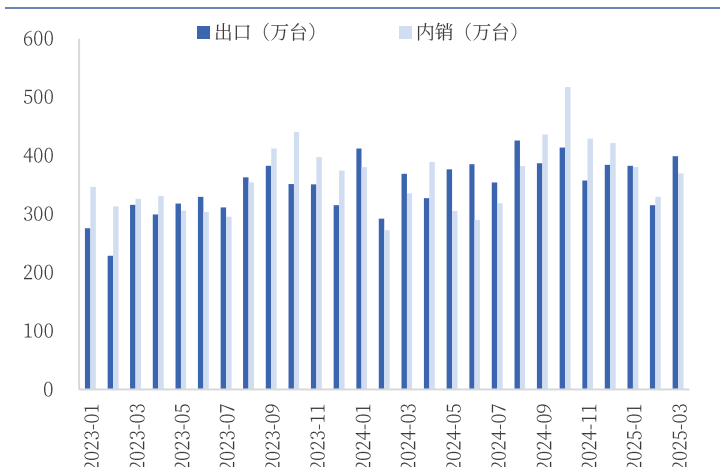
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图43：冰箱月度内销、出口出货量同比增速及排产情况



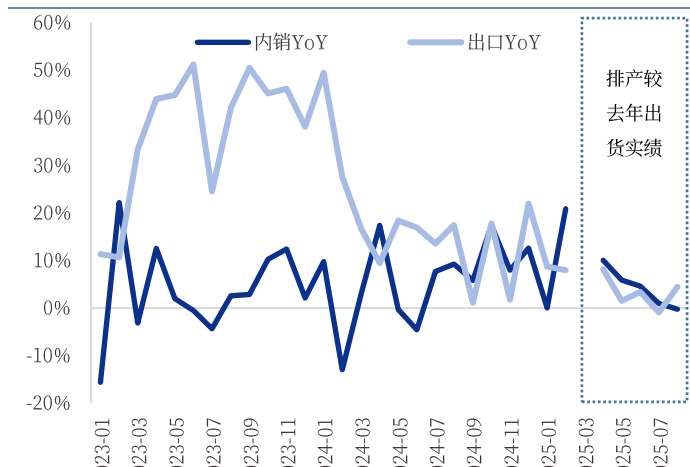
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图44：洗衣机月度销售规模



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图45：洗衣机月度内销、出口出货量同比增速及排产情况



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

四、投资建议

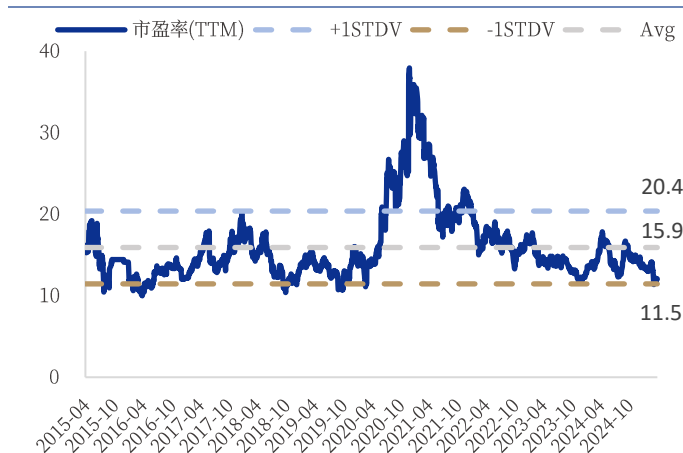
公司未来的增长动力来自全球化发展，以及深化产业链的数字化改革，提升竞争力，特别是空调产业竞争力。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 3078/3275/3474 亿元，分别同比增长 7.6%/6.4%/6.1%，归母净利润 212/239/263 亿元，分别同比增长 13.2%/12.9%/10.0%，摊薄 EPS 分别为 2.26/2.55/2.81 元每股，当前股价对应 11.1x/9.8x/8.9x P/E，维持“推荐”评级。

表4：主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	285,981	307,846	327,512	347,385
收入增长率%	4.3	7.6	6.4	6.1
归母净利润（百万元）	18,741	21,208	23,944	26,329
利润增速%	12.9	13.2	12.9	10.0
完全摊薄 EPS(元)	2.00	2.26	2.55	2.81
PE	12.5	11.1	9.8	8.9

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图46：海尔智家历史估值区间（市盈率 TTM）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图47：海尔智家历史估值区间（市盈率 预测）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

五、风险提示

美国关税风险、市场需求不及预期的风险、市场竞争加剧的风险。

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	151,690	177,193	201,616	228,824
现金	55,584	87,785	106,756	128,273
应收账款	26,473	17,003	17,995	19,099
其它应收款	3,489	3,078	3,275	3,474
预付账款	2,383	1,551	1,651	1,751
存货	43,044	49,035	52,099	55,278
其他	20,716	18,741	19,841	20,949
非流动资产	138,424	136,054	133,479	129,624
长期投资	20,932	21,182	21,382	21,382
固定资产	37,519	39,139	39,992	40,156
无形资产	14,035	12,822	11,494	9,866
其他	65,939	62,911	60,610	58,219
资产总计	290,114	313,247	335,095	358,448
流动负债	149,571	159,391	167,770	176,361
短期借款	13,784	13,984	14,184	14,384
应付账款	54,588	55,390	58,948	62,525
其他	81,199	90,017	94,637	99,451
非流动负债	22,153	22,941	23,441	23,941
长期借款	9,665	10,165	10,665	11,165
其他	12,488	12,776	12,776	12,776
负债合计	171,725	182,333	191,211	200,302
少数股东权益	7,023	7,907	8,904	10,001
归属母公司股东权益	111,366	123,008	134,980	148,144
负债和股东权益	290,114	313,247	335,095	358,448
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26,543	49,235	36,208	38,990
净利润	19,576	22,092	24,941	27,426
折旧摊销	8,081	8,565	9,307	9,971
财务费用	2,280	1,161	1,192	988
投资损失	-1,913	-2,155	-2,293	-2,432
营运资金变动	-2,164	18,726	2,756	2,915
其它	684	846	305	121
投资活动现金流	-20,074	-4,315	-4,758	-4,020
资本支出	-10,029	-6,658	-6,637	-6,238
长期投资	-10,810	-464	-414	-214
其他	765	2,807	2,293	2,432
筹资活动现金流	-7,914	-12,806	-12,479	-13,453
短期借款	2,889	200	200	200
长期借款	-8,700	500	500	500
其他	-2,103	-13,506	-13,179	-14,153
现金净增加额	-1,702	32,201	18,971	21,517

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	285,981	307,846	327,512	347,385
营业成本	206,487	221,559	235,794	250,101
营业税金及附加	1,276	1,197	1,273	1,350
营业费用	33,586	36,941	39,301	41,686
管理费用	12,110	13,237	13,428	13,895
财务费用	973	438	-239	-860
资产减值损失	-1,284	-197	-98	1
公允价值变动收益	47	0	0	0
投资净收益	1,913	2,155	2,293	2,432
营业利润	22,912	26,449	29,864	32,841
营业外收入	184	152	157	164
营业外支出	363	301	329	356
利润总额	22,733	26,300	29,692	32,649
所得税	3,157	4,208	4,751	5,224
净利润	19,576	22,092	24,941	27,426
少数股东损益	834	884	998	1,097
归属母公司净利润	18,741	21,208	23,944	26,329
EBITDA	31,786	35,303	38,760	41,761
完全摊薄 EPS（元）	2.00	2.26	2.55	2.81

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	4.3%	7.6%	6.4%	6.1%
营业利润增速	12.4%	15.4%	12.9%	10.0%
归母净利润增速	12.9%	13.2%	12.9%	10.0%
毛利率	27.8%	28.0%	28.0%	28.0%
归母净利率	6.6%	6.9%	7.3%	7.6%
ROE	16.8%	17.2%	17.7%	17.8%
ROIC	12.5%	13.0%	13.2%	13.2%
资产负债率	59.2%	58.2%	57.1%	55.9%
净负债比率	-9.4%	-34.8%	-44.3%	-53.5%
流动比率	1.01	1.11	1.20	1.30
速动比率	0.66	0.76	0.84	0.94
总资产周转率	1.04	1.02	1.01	1.00
应收账款周转率	11.64	14.16	18.72	18.73
应付账款周转率	3.95	4.03	4.12	4.12
每股收益	2.00	2.26	2.55	2.81
每股经营现金	2.83	5.25	3.86	4.16
每股净资产	11.87	13.11	14.39	15.79
P/E	12.54	11.08	9.81	8.92
P/B	2.11	1.91	1.74	1.59
EV/EBITDA	8.05	5.37	4.42	3.60
P/S	0.82	0.76	0.72	0.68

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

何伟，研究所副所长、大消费负责人。上海交通大学理学硕士。2009-2011 入职光大证券研究所担任家电分析师；2012-2024 入职中国国际金融股份有限公司担任家电首席分析师，董事总经理；于 2025 年加入中国银河证券股份有限公司研究院。2022 年、2023 年荣获 II China 机构投资者·财新资本市场分析师成就奖，可选消费行业最佳分析师（大陆&海外综合）第一。

刘立思，家电和轻工行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，主要从事家电和轻工行业研究工作。

杨策，家电行业分析师，伦敦国王大学理学硕士，于 2018 年加入中国银河证券股份有限公司研究院，从事家电行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn