



公司研究 | 深度报告 | 海尔智家 (600690.SH)

解构龙头之系列之四：如何看待海尔智家利润率提升空间？

报告要点

利润率提升是海尔持续进化的方向，横向对比另外两大龙头，海尔在盈利能力方面虽仍然处于提升通道中，近年来公司的利润率曲线已呈现稳健上行态势。在此背景下，为系统性研判海尔长期利润率提升的可能性与空间，本篇报告旨在回答以下三个核心问题：历史维度下，哪些因素导致海尔的利润率相对偏低？转型进程中，驱动海尔盈利能力改善的动能有哪些？展望未来，海尔的利润率还有多大的提升空间？

分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017

SFC: BUW408

海尔智家（600690.SH）

解构龙头之系列之四：如何看待海尔智家利润率提升空间？

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

引言

利润率提升是海尔持续进化的方向，横向对比另外两大龙头，海尔在盈利能力方面虽仍然处于提升通道中，近年来公司的利润率曲线已呈现稳健上行态势。在此背景下，为系统性研判海尔长期利润率提升的可能性与空间，本篇报告旨在回答以下三个核心问题：历史维度下，哪些因素导致海尔的利润率相对偏低？转型进程中，驱动海尔盈利能力改善的动能有哪些？展望未来，海尔的利润率还有多大的提升空间？

何种因素导致公司利润率偏低？

公司盈利长期以来都呈现“较高毛利率+较高费用率+较低净利率”的特征，其主要原因是公司销售模式与竞对存在较大差异，并不可完全归结于费用使用效率偏低。在正确理解公司盈利特征的基础上，我们认为公司利润率偏低主要是，一方面，公司空调业务仍处于优化拓展阶段，利润率还处于提升趋势中，而该品类恰好是行业内整体盈利能力最强的细分赛道之一；另一方面，公司外销始终坚持自主品牌战略，在 2015-2019 年集中并购海外标的，费用端投入较大，且需要一定过程来进行协同整合，中短期内对公司整体盈利水平有一定影响。

公司利润率优化存在哪些驱动因素？

2019 年以来，公司盈利水平已步入持续改善阶段，毛利端与费用端各贡献约 50%的增量。展望后续，2024 年公司利用 AI 工具进一步深化数字化变革，数字库存与数字营销自上线以来已对效率端带来明显优化。在此基础上，内销端，公司卡萨帝品牌在国内高端市场已形成领先优势，产品结构有望持续改善；外销端，公司近年来针对以往盈利偏弱的地区展开一系列变革，同时对海外原有落后的生产设施进行整改优化，为后续经营与生产端效率的提升奠定了基础。

公司远期利润率弹性如何？

公司当前正通过数字化转型、产品高端化与产业链优化等一系列举措提升盈利能力，在 2024 年业务结构下，经我们测算，预计公司长期稳态毛利率或可提升至 29.97%-32.30%，期间费用率或可优化至 17.34%-20.07%，净利率有望提升至 10.85%-14.08%，对应可额外释放 56%-106%的业绩，利润弹性较为可观。

投资建议：把握稳增长优质龙头

2019 年以来，公司盈利水平已逐步进入改善通道。展望后续，内销端，卡萨帝在国内高端市场已具备领先优势，有望带动公司产品结构持续优化；外销端，公司对海外业务进行组织变革，并对低效产能采取优化措施，为经营与生产效率提升奠定基础。在此基础上，公司积极利用 AI 工具深化数字变革，数字库存与数字营销自上线以来已取得初步成效。基于此，我们认为公司业绩弹性潜力较大，同时在国补助力与新兴市场渗透率提升逻辑下规模端有望延续较好增长，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 210.34、238.07 和 262.07 亿元，对应 PE 分别为 11.4、10.1 和 9.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、宏观经济波动风险；2、海外业务运营风险；
- 3、原材料价格波动风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	25.61
总股本(万股)	938,291
流通A股/B股(万股)	625,450/0
每股净资产(元)	12.55
近12月最高/最低价(元)	35.37/23.10

注：股价为 2025 年 7 月 7 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《内外销共同驱动营收增长，盈利水平持续提升》
2025-05-05
- 《AI 赋能海尔全面升级，智慧家庭战略引领行业》
2025-04-06
- 《营收规模稳健增长，Q4 归母净利润有所扰动》
2025-04-02



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言	6
公司当前利润率结构如何？	6
何种因素导致公司利润率偏低？	8
商业模式是公司“高毛利+高费用”特征的主要因素	8
规模及供应链受限，空调利润率偏低	10
海外并购投入较大，需要较长周期整合	14
公司利润率优化存在哪些驱动因素？	16
基础能力：AI 助力深化数字变革，经营有望持续提效	16
内销：高端化基础已具，结构优化下盈利水平有望改善	18
外销：组织能力及生产效率提升为盈利优化奠定基础	19
公司远期利润率弹性如何？	21
投资建议：把握稳增长优质龙头	23
风险提示	24

图表目录

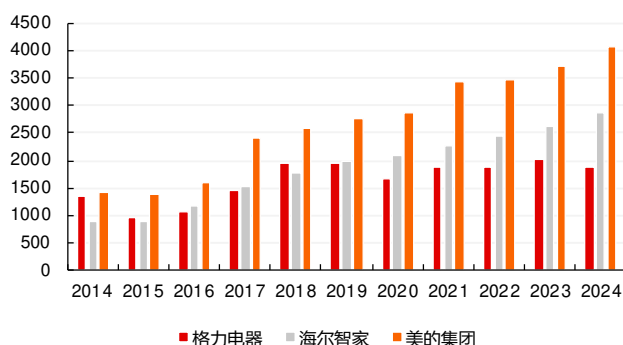
图 1：2024 年公司营业收入为 2860 亿元（单位：亿元）	6
图 2：2024 年公司归母净利润为 187 亿元（单位：亿元）	6
图 3：2024 年公司归母净利润率为 6.55%	6
图 4：2024 年公司扣非归母净利润率明显低于格力与美的	6
图 5：公司水家电业务毛利率较高	7
图 6：公司国内业务毛利率高于海外业务	7
图 7：2024 年公司海外家电与智慧家庭业务经营利润率为 5.2%	7
图 8：中国智慧家庭业务中空调产品近几年经营利润率改善明显	7
图 9：2024 年公司各业务分部经营利润率均实现提升	8
图 10：预计公司水家电业务期间费用率较高	8
图 11：海尔毛利率长期优于与自身业务结构更相近的美的	8
图 12：海尔归母净利润率自 2021 年以来持续提升	8
图 13：海尔持有重庆海尔家电销售有限公司 95%股份	9
图 14：海尔代理级渠道在上市公司体内	9
图 15：2024 年海尔销售人员数量近两万人（单位：人）	9
图 16：海尔销售人员数量占比远高于美的及格力	9
图 17：2006 年海尔销售费用率快速提升	10
图 18：2008 年海尔管理费用率增幅较大	10
图 19：2014 年开始海尔毛利率中枢低于美的	10
图 20：2015 年开始海尔销售净利率与美的产生分化	10
图 21：2023 年各公司分业务营收占比	11
图 22：海尔除空调以外家电业务毛利率较高	12

图 23: 美的家电各业务毛利率中枢低于海尔	12
图 24: 无论是国内还是全球视角, 海尔空调业务经营利润率都偏低	12
图 25: 美的暖通空调经营利润率显著高于海尔空调业务利润率	12
图 26: 2017-2024 年空调、冰箱、洗衣机主要品牌线下零售均价 (单位: 元)	13
图 27: 美的与格力旗下压缩机公司产能位列行业前二 (单位: 万台)	13
图 28: 2024H1 海立股份压缩机及相关制冷设备业务净利率为 1.15%	13
图 29: 2023 年空调月度产量占全年比重的波动程度明显大于冰洗	14
图 30: 2023 年空调月度内销量占全年比重的波动程度较大	14
图 31: 海尔外销毛利率长期低于内销	14
图 32: 2015 年之前海尔外销收入占比还比较低	14
图 33: 2016 年公司有息负债规模大幅增加	15
图 34: 2016 年公司财务费用率由负转正	15
图 35: 2024 年公司海外家电与智慧家庭业务经营利润率为 5.2%	16
图 36: 公司在五个方面实现全球赋能	16
图 37: 2019-2024 年公司利润率及费用率拆分	16
图 38: 公司 C 端转型主要体现在三个方面	17
图 39: 海尔利用 AI 工具深化数字化变革	17
图 40: 2019-2024 年空调、冰箱与洗衣机品类出货量份额	18
图 41: 2024 年卡萨帝品牌销售额预计高达 327 亿元	18
图 42: 2024 年卡萨帝收入约占公司整体的 11.4%	18
图 43: 2024 年卡萨帝冰箱在其线下主要产品销售额中的比例为 53.5%	19
图 44: 2024 年卡萨帝主要产品线下均价显著高于海尔品牌 (单位: 元)	19
图 45: 近几年公司海外业务毛利率保持相对平稳	19
图 46: 2024 年公司海外家电与智慧家庭业务经营利润率为 5.21%	19
图 47: 大规模收购结束后, 公司海外业务收入仍实现较好增长	20
图 48: 近年来公司在海外大部分地区收入实现较好增长 (单位: 亿元)	20
图 49: Candy 品牌 LOGO 及产品全面焕新	21
表 1: 公司海外品牌矩阵梳理	15
表 2: 公司近年加大海外自建产能布局, 并对原有产能进行优化	21
表 3: 2023-2024 年公司分业务毛利率拆分	22
表 4: 2024 年收入结构下, 公司远期毛利率水平敏感性分析	22
表 5: 公司远期费用率敏感性分析	22
表 6: 公司远期净利润率双变量分析	23
表 7: 公司收入和利润敏感性分析 (单位: 百万元)	24

引言

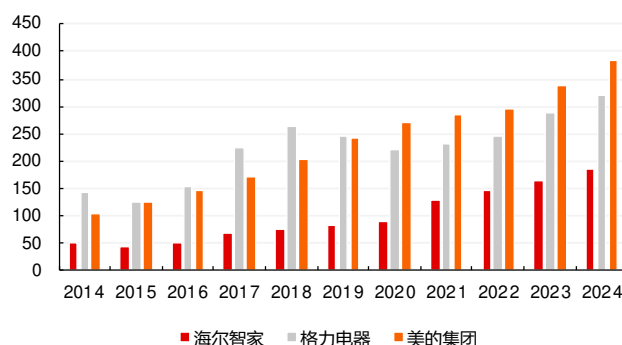
海尔智家自 2019 年以来营收规模持续稳居行业头部，2024 年营业收入为 2860 亿元，在此基础上，利润率改善是公司持续进化的方向，近年来公司的利润率曲线已呈现稳健上行态势。在此背景下，为系统性研判海尔长期利润率提升的可能性与空间，本篇报告旨在回答以下三个核心问题：历史维度下，哪些因素导致海尔的利润率相对偏低？转型进程中，驱动海尔盈利能力改善的动能有哪些？展望未来，海尔的利润率还有多大的提升空间？

图 1：2024 年公司营业收入为 2860 亿元（单位：亿元）



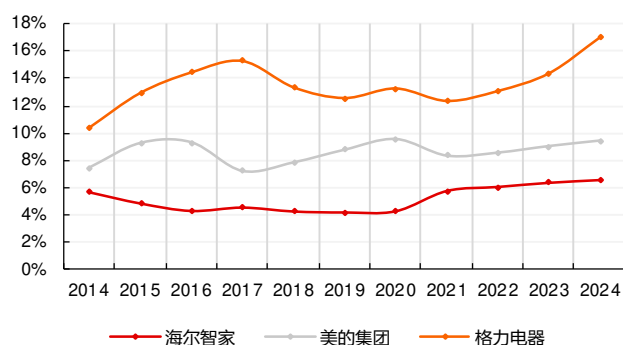
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：使用未调整数据，下同）

图 2：2024 年公司归母净利润为 187 亿元（单位：亿元）



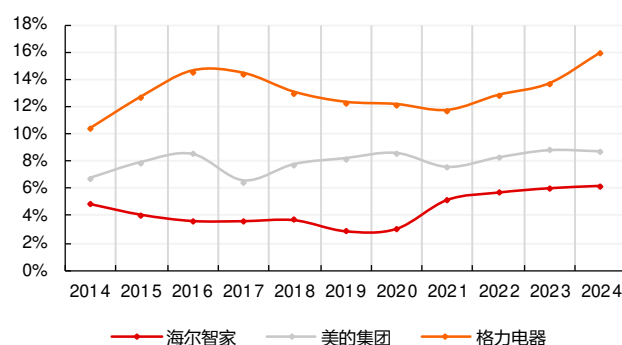
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：2024 年公司归母净利率为 6.55%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：2024 年公司扣非归母净利率明显低于格力与美的



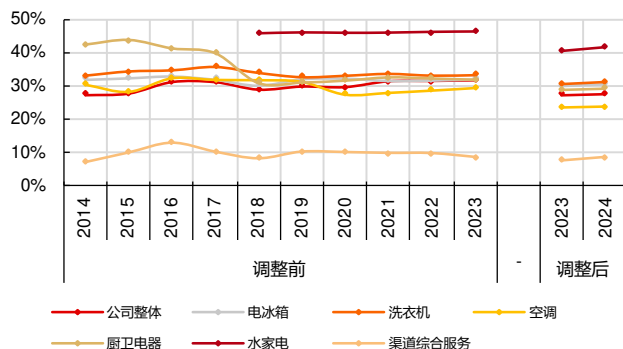
资料来源：Wind，长江证券研究所

公司当前利润率结构如何？

毛利率口径来看，公司整体毛利率自 2020 年以来呈现逐年改善态势，2024 年可比口径下同提升 0.3 个百分点至 27.8%。其中，分业务维度，2024 年公司冰箱、洗衣机、空调、厨卫电器、水家电与渠道综合服务业务毛利率分别为 30.8%、31.4%、23.9%、29.3%、41.6% 和 8.6%，可比口径下分别同比提升 0.48、0.57、0.27、0.36、1.07 和 1.07 个百分点。分区域维度，2015 年公司国际化战略由内生发展转向为外延并购，品牌结构优化下公司外销业务毛利率已有显著改善，相较于国内业务仍存在一定差距，2024 年公

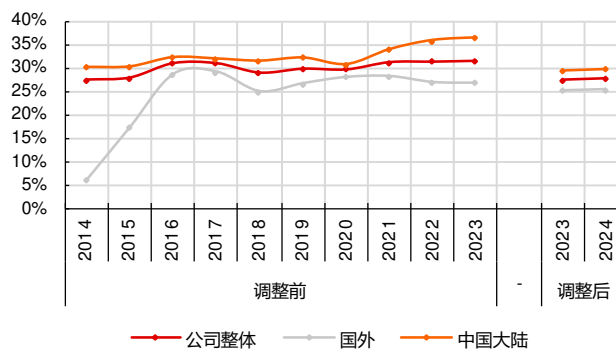
司国内与海外业务毛利率分别为 29.8%和 25.4%，可比口径下分别同比提升 0.30 和 0.26 个百分点。

图 5：公司水家电业务毛利率较高



资料来源：公司公告，长江证券研究所

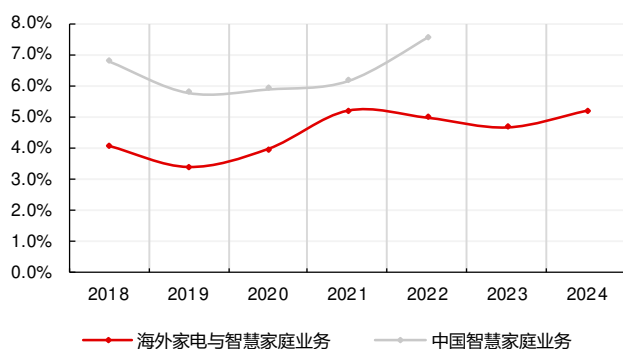
图 6：公司国内业务毛利率高于海外业务



资料来源：公司公告，长江证券研究所

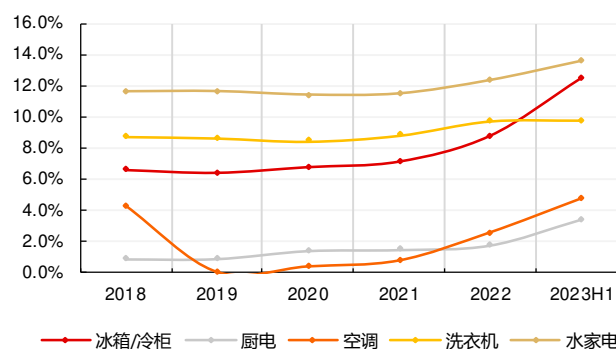
经营利润率方面，2023H1 公司中国智慧家庭业务与海外家电与智慧家庭业务经营利润率分别为 9.19%和 5.23%。单国内业务来看，2023H1 公司冰箱/冷柜、厨电、空调、洗衣机与水家电业务经营利润率分别为 12.5%、3.5%、4.7%、9.8%和 13.6%，其中冰洗与水家电产品盈利优势显著，空调和厨电业务当前仍有较大改善空间。2023 年年报开始，公司调整分部报表口径，对国内与海外业务进行整合；该口径下，2022-2024 年公司各业务经营利润率均有明显改善，2024 年冰箱/冷柜、厨电、空调、洗衣机与水家电业务经营利润率分别为 7.15%、7.72%、4.64%、10.26%和 13.73%，较 2022 年分别提升 1.68、0.77、1.97、1.33 和 2.48 个百分点。

图 7：2024 年公司海外家电与智慧家庭业务经营利润率为 5.2%



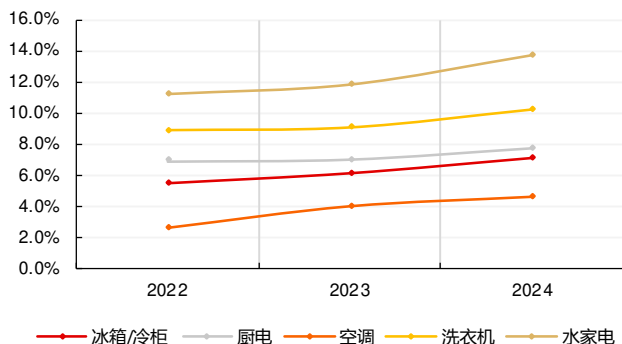
资料来源：公司公告，长江证券研究所（2023 年年报开始，公司不再单独披露中国智慧家庭业务的经营利润）

图 8：中国智慧家庭业务中空调产品近几年经营利润率改善明显



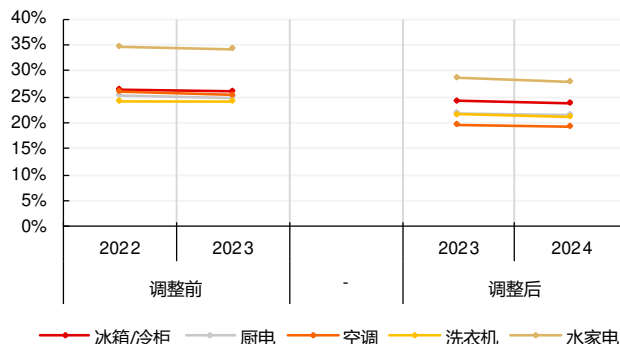
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 9：2024 年公司各业务分部经营利润率均实现提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 10：预计公司水家电业务期间费用率较高



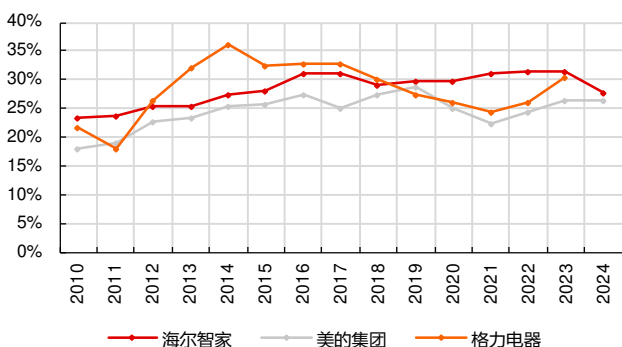
资料来源：公司公告，长江证券研究所

何种因素导致公司利润率偏低？

商业模式是公司“高毛利+高费用”特征的主要因素

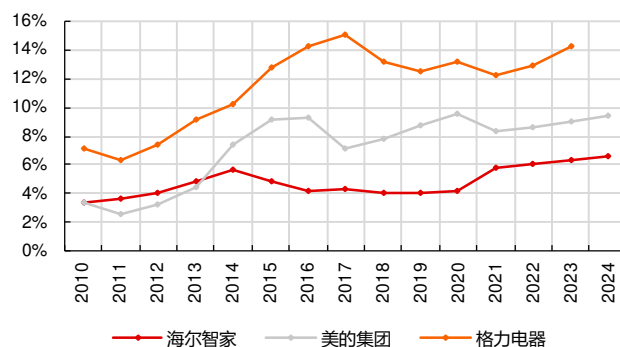
为正确理解海尔的盈利能力，首先需要了解其商业模式。长期以来，海尔的盈利都呈现“较高毛利率+较高费用率+较低归母净利润率”的组合，往往会被市场解读为费用投放较为低效。我们否认公司在费用的使用效率上确实可能存在一定优化空间，但真正导致其“高毛利+高费用”的主要原因是海尔的销售模式与美的和格力存在较大差异，前者以表内销售公司承担代理级销售职责。

图 11：海尔毛利率长期优于与自身业务结构更相近的美的



资料来源：Wind，长江证券研究所

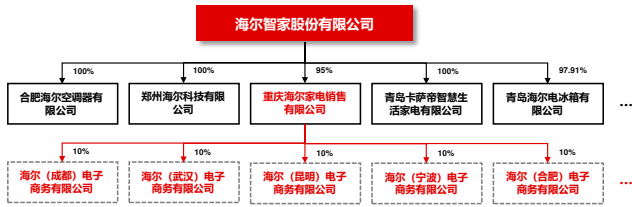
图 12：海尔归母净利润率自 2021 年以来持续提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

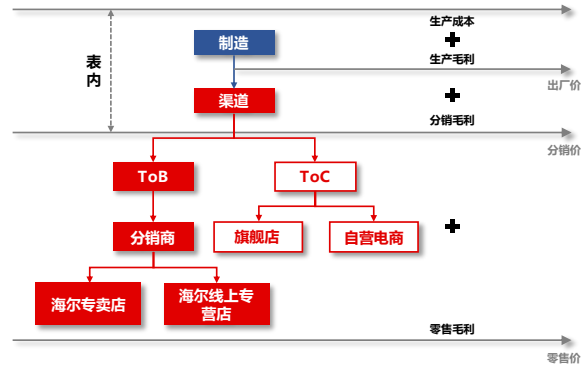
根据公司股权穿透图，海尔智家上市公司当前（截至 2025 年一季报）持有重庆海尔销售有限公司 95% 的股份，而后者则持股三十余家区域性销售公司。因此，公司中国区运营模式大致可以理解为：产业端负责研发制造，留存足够生产毛利之后，交由中国区进行深度分销，到达区域性经销商，并实现产品出表；中国区在产业线与经销商间实现的进销差为渠道业务的毛利率。不过，上市公司与渠道间的关系无论是格力的利益共同体、美的事业部制度下的放权激励，还是海尔的表内协同，仅会造成一定报表端的差异。

图 13：海尔持有重庆海尔家电销售有限公司 95%股份



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：截至 2025 年 4 月 14 日）

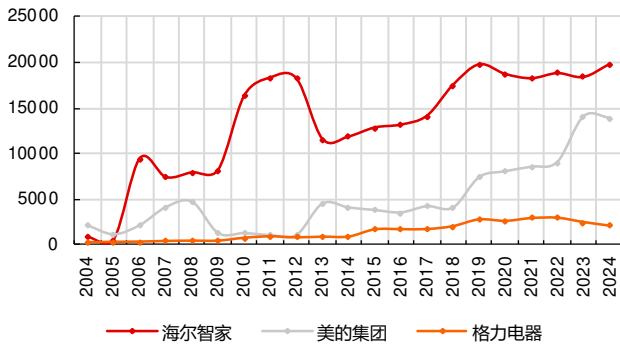
图 14：海尔代理级渠道在上市公司体内



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

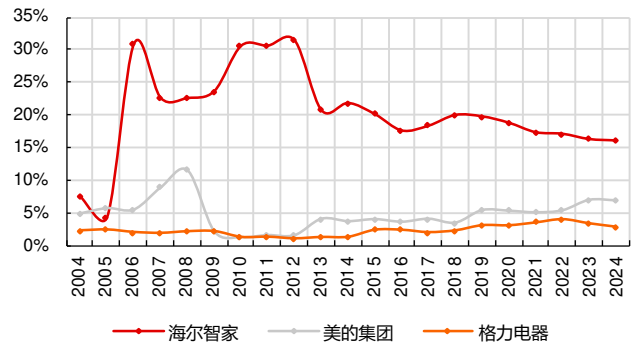
值得关注的是，上述影响自 2006 年左右就已经开始。一方面，从员工规模来看，2006 年海尔销售人员数量出现跃升，截至 2024 年末，公司表内销售人员数量高达 1.98 万人，占总员工的比例为 16%，而同期美的销售人员数量约为 1.39 万人（占总员工数量 7%），格力仅为 2136 人（占总员工数量 3%）；另一方面，几乎同一时间节点，海尔销售费用率与管理费用率也开始中枢上行。销售路径来看，美的与格力几乎始终依靠社会渠道资源完成产品销售，而海尔 2006 年之前主要依靠集团渠道进行销售，为解决关联交易问题，2006 年后将其表内化。

图 15：2024 年海尔销售人员数量近两万人（单位：人）



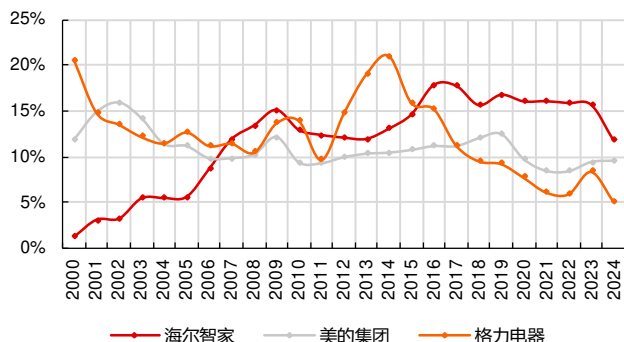
资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：美的 2013 年之前为美的电器数据，下同）

图 16：海尔销售人员数量占比远高于美的及格力



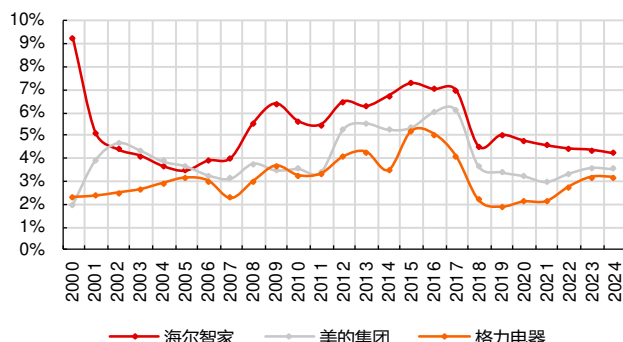
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 17：2006 年海尔销售费用率快速提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

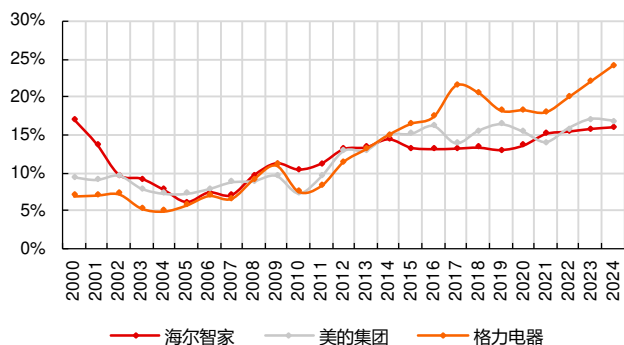
图 18：2008 年海尔管理费用率增幅较大



资料来源：公司公告，长江证券研究所

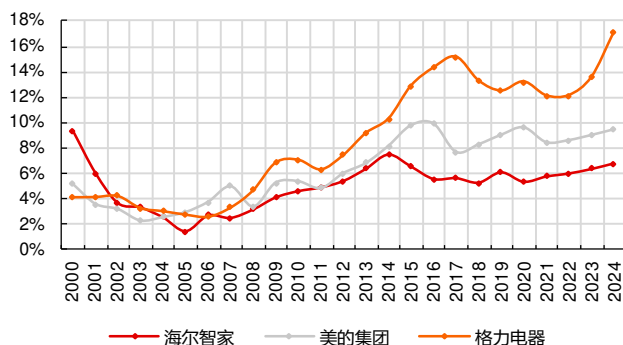
通常来讲，毛销差在很大程度上可以规避销售模式带来的影响。如果采用毛销差口径，会发现 2014 年及之前海尔都没有明显劣势，且相比业务结构更为相近的美的，海尔盈利表现在此前的多数时间里甚至更强。该点也印证了前文中“销售模式的不同只会影响利润结构，而并不会影响真实盈利能力”的结论。但不可否认的是，2015 年以来，无论是毛销差口径还是销售净利率口径，海尔盈利能力的确与另外两大白电龙头有所分化。那么，到底如何去理解海尔 2015 年及之后相对于美的和格力的盈利差异？我们认为空调和外销或是两个最主要的因素。

图 19：2014 年开始海尔毛销差中枢低于美的



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：毛销差=毛利率-销售费用率）

图 20：2015 年开始海尔销售净利率与美的产生分化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

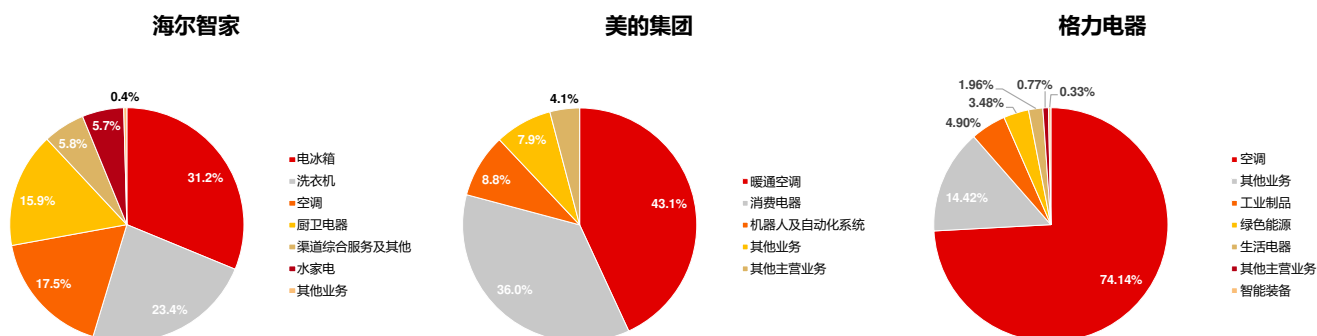
规模及供应链受限，空调利润率偏低

从产品角度出发，公司的盈利差异或主要来源于品类结构。海尔的优势产业是冰洗，空调收入占比相对较低，2023 年约为 17.5%，美的与格力分别为 43.1%和 74.1%¹，而空调品类恰好是白电行业中规模最大，且整体盈利能力最强的细分子行业。2023 年，海尔空气能源解决方案（空调）分部贡献经营利润 19.04 亿元，而美的暖通空调分部贡献利润 203.79 亿元，格力近 329 亿元的营业利润绝大部分由空调贡献；也就是说，仅空

¹ 美的 2024 年年报将暖通空调和消费电器业务合并为智能家居业务，为保持可比性，统一采用 2023 年数据。

调产品，海尔的营业利润就比美的少约 185 亿元，而 2023 年海尔归母净利润与美的集团的差异也仅为约 171 亿元；由此可见空调产品对白电企业盈利差异产生较大影响。

图 21：2023 年各公司分业务营收占比

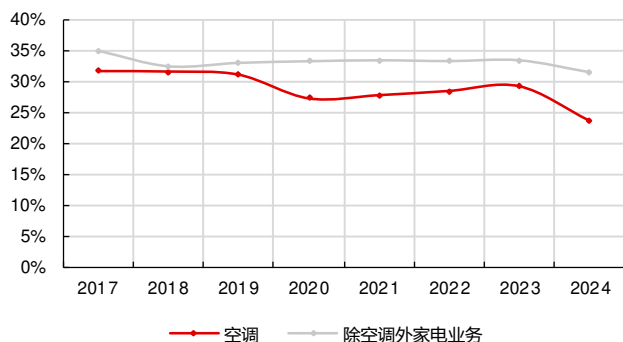


资料来源：公司公告，长江证券研究所

当然，不能单看利润体量单一维度，利润背后的收入规模和盈利能力才是最为直接的因素。由于本篇报告的主要研究对象是利润率，且空调行业的格局也已基本稳定，我们在此不对海尔的空调业务收入规模做过多分析。从盈利角度出发，海尔家电各业务毛利率相较美的并不处于劣势，2019-2023 年五年间，海尔空调业务平均毛利率高出美的暖通空调业务 3.8 个百分点，海尔除空调以外家电业务（冰箱+洗衣机+厨卫电器+水家电）平均毛利率高出美的消费电器业务 2.8 个百分点。但若从营业利润率角度来看，以相对可比的 2022-2023 年为例²，海尔空调业务分部营业利润率分别为 2.7%和 4.0%，低于美的暖通空调分部利润率 6.7 和 7.4 个百分点，海尔除空调外其他家电业务营业利润率分别为 7.3%和 7.7%，低于美的消费电器分部利润率 4.0 和 3.7 个百分点。虽然导致海尔经营利润率相对较低的原因也包括海外业务的拖累（尤其考虑到 2022 年海尔除空调外家电业务的国内营业利润率为 9.4%，而计入海外部分后，仅为 7.3%）和其自身费用使用效率有待改善，且我们无法精确拆出，但横向对比海尔与美的各家电业务经营利润率的差异程度，可以看出海尔空调业务利润率存在改善空间。

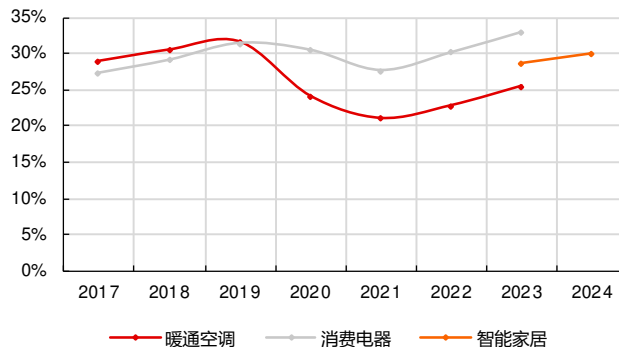
² 2018-2022 年，海尔全球业务拆分为中国智慧家庭业务与海外家电与智慧家庭业务，2023 年开始将其合并，而美的分部报表为全球口径。

图 22：海尔除空调以外家电业务毛利率较高



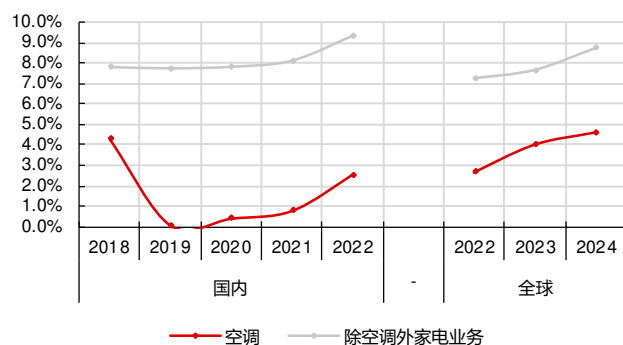
资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：“除空调外家电业务”为冰箱、洗衣机、厨卫电器和水家电业务）

图 23：美的家电各业务毛利率中枢低于海尔



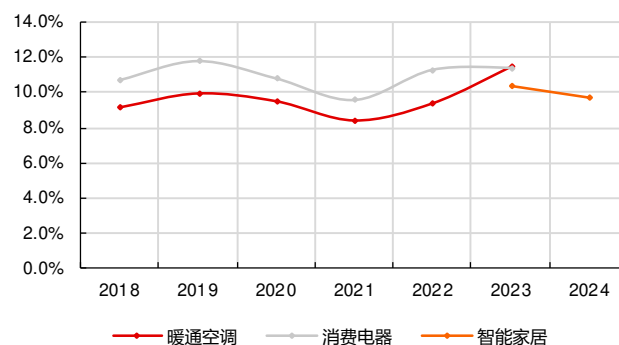
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 24：无论是国内还是全球视角，海尔空调业务经营利润率都偏低



资料来源：公司公告，长江证券研究所

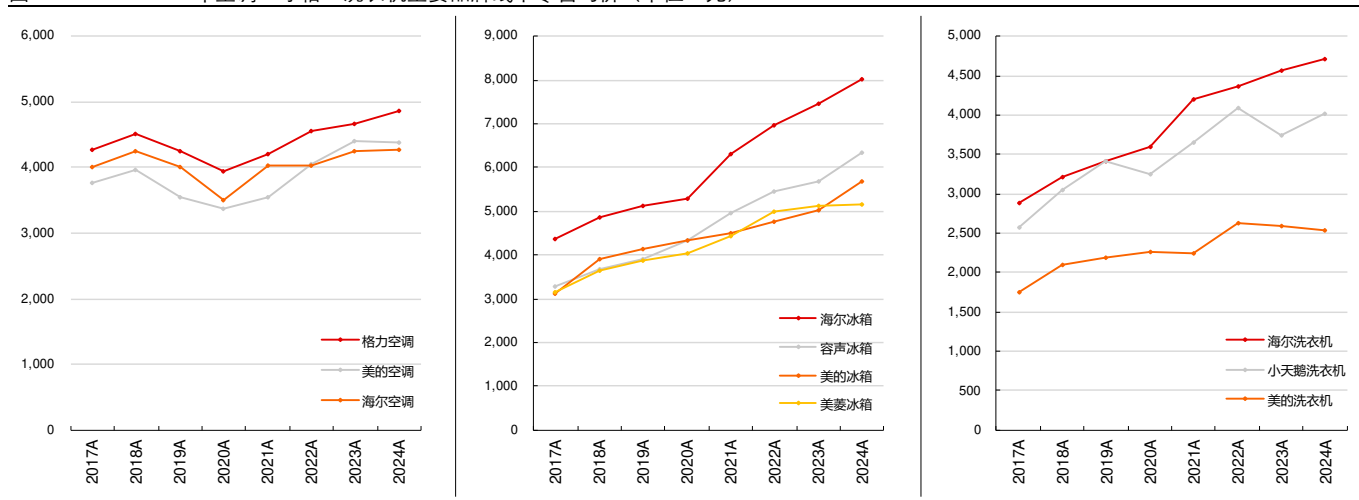
图 25：美的暖通空调经营利润率显著高于海尔空调业务利润率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

正如前文所讲，海尔由于代理级渠道表内化的影响，报表呈现“高毛利+高费用”的特征，因此公司空调业务利润率相对较低，可进一步理解为其“高毛利率”或还不够高，以及“高费用率”或有些过高。从产品终端均价来看，海尔在冰箱和洗衣机行业的定价权较强，因此冰洗品类拥有较高的产业毛利率也相对合理。不过，虽然海尔空调产品的终端价格不算最高，但也没有明显劣势，线下均价在 2021 年及之前甚至高于美的。基于此，我们认为造成海尔空调业务毛利率不够高的主要原因还是在于规模效应以及产业链布局。

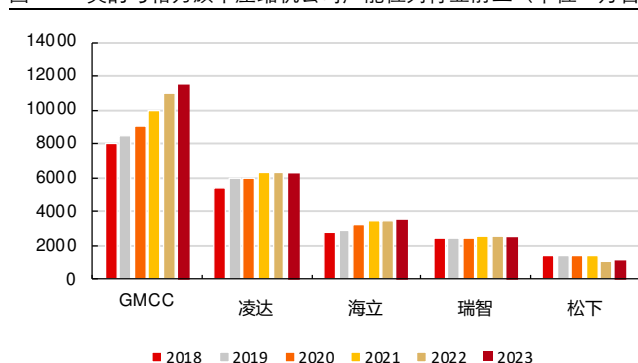
图 26：2017-2024 年空调、冰箱、洗衣机主要品牌线下零售均价（单位：元）



资料来源：中怡康，奥维云网，长江证券研究所（注：2017-2019 年为中怡康数据，2020-2024 年为奥维云网数据；2020-2024 年海尔均价包含卡萨帝品牌）

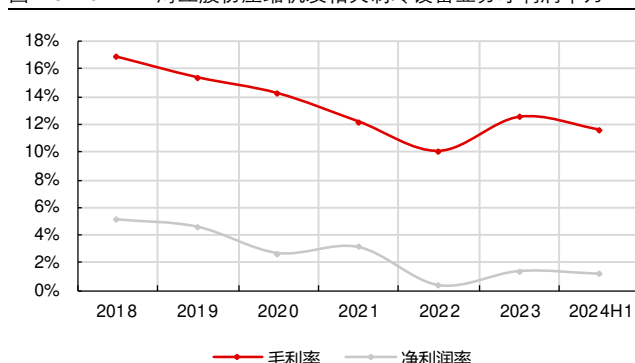
其中，规模效应比较好理解，海尔往上游产业链的布局方面正在优化。压缩机是空调产业链上非常重要的环节，约占整机成本的 20%-40%，美的与格力都拥有自己的压缩机公司，其中美的旗下 GMCC 美芝 2023 年转子式空调压缩机产能高达 1.15 亿台，格力旗下凌达产能也高达 6300 万台，均位列行业前二，可充分满足上市公司自产需求。压缩机自产势必可以对空调业务利润率带来正向影响；以转子压缩机年产能 3000-4000 万级的海立股份为例，其 2023 年压缩机及相关制冷设备业务毛利率约为 12.5%，净利润率为 1.35%，则预计自供可带来的空调产品毛利率增厚或约为 2.5-5.0 个百分点，对净利率的增厚或至少为 0.3-0.5 个百分点。值得关注的是，2024 年 4 月，海尔与海立股份合资设立的转子压缩机公司已实现投产，2024 年全年产量达 224 万台，但仍仅能满足海尔很小部分的空调自产需求（产业在线口径，2024 年公司空调产量为 1909 万台）。我们认为随着公司压缩机工厂的产能爬坡以及零部件自制率的不断提升，其空调业务利润率有望缩小与美的、格力的差距。

图 27：美的与格力旗下压缩机公司产能位列行业前二（单位：万台）



资料来源：电器杂志，长江证券研究所

图 28：2024H1 海立股份压缩机及相关制冷设备业务净利润率为 1.15%

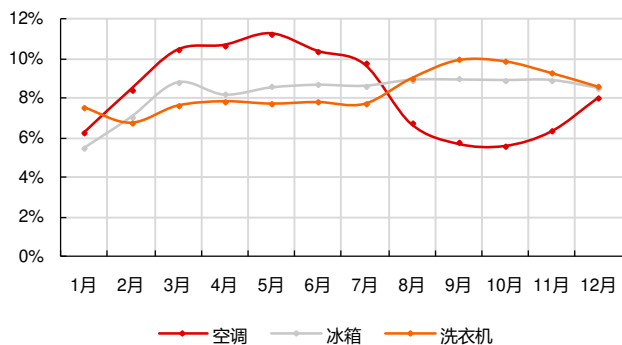


资料来源：Wind，长江证券研究所

在此基础上，空调产品需求存在季节性，且受外部不确定性环境影响，往往会额外增加生产成本与销售成本，对毛利率与费用率有负向影响。一方面，空调品类季节性显著，

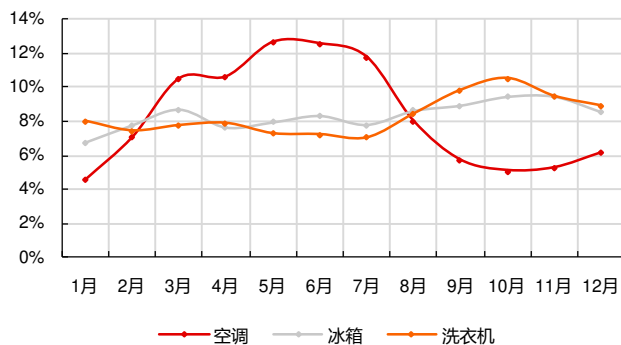
年内随淡旺季变化，企业端生产节奏通常会大幅波动，淡季时可能会有产能闲置等问题，对产业端毛利率造成影响；另一方面，面对市场的不确定性，尤其是在当下地产偏弱，难以对需求进行有效平滑的环境下，厂商的费用会比较高，而海尔的表内代理模式难免会使得空调业务的高费用特征进一步凸显。

图 29：2023 年空调月度产量占全年比重的波动程度明显大于冰洗



资料来源：产业在线，长江证券研究所（注：未采用 2024 年数据主要是四季度国补政策或对正常生产节奏产生扰动，下图同）

图 30：2023 年空调月度内销量占全年比重的波动程度较大



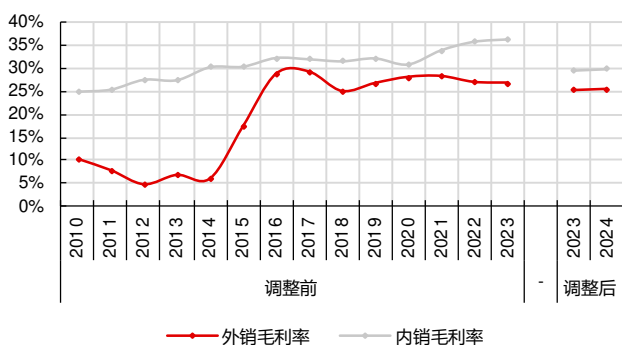
资料来源：产业在线，长江证券研究所

海外并购投入较大，需要较长周期整合

导致海尔利润率相对偏低的另外一个核心因素是其自 2015 年以来加快全球化布局节奏。

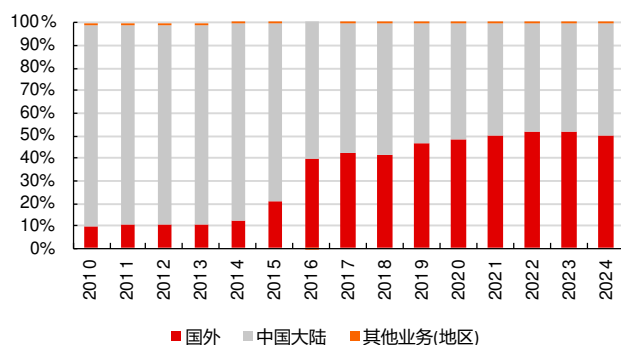
其实，2015 年之前公司外销利润率偏低的问题就已经长期存在，2010-2014 年公司海外业务平均毛利率仅为 7.1%，或主要是海尔品牌在海外市场的价格指数偏低所致，但当时公司外销业务收入占比中枢仅在 10%左右，对公司整体盈利水平的拖累非常有限。

图 31：海海外销毛利率长期低于内销



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 32：2015 年之前海海外销收入占比还比较低



资料来源：公司公告，长江证券研究所

因此，海外业务真正对公司整体产生较大盈利影响是从 2015 年后公司集中并购国际家电品牌开始的。其影响具体体现在三个方面：第一，公司收购的资产本身盈利能力就相对较弱，其中三洋白电、GEA 与 Candy 在被收购前均处于亏损状态。

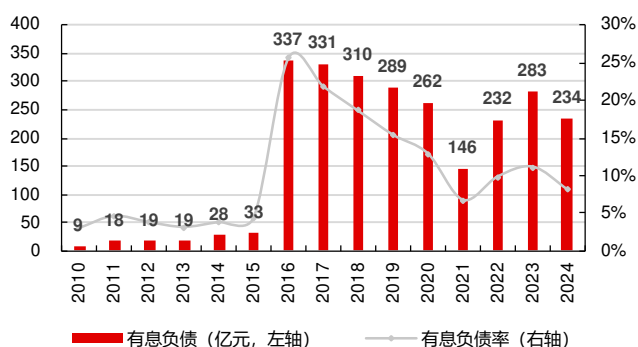
表 1：公司海外品牌矩阵梳理

品牌	主要产品	主要覆盖区域	市场定位	子品牌	成立/收购时间
海尔	冰箱、冰柜、洗衣机、空调、厨电、水家电、生活小家电等	中国、北美、欧洲、澳大利亚、新西兰、南亚、东南亚等	高、中、低端市场	-	1984 年成立
AQUA	冰箱、冷柜、洗衣机、洗碗机、清洁电器等	日本、南亚	大众市场	-	2015 年收购
GE Appliances	冰箱、洗衣机、空调、冰吧、酒柜、热水器等	中国、北美、欧洲、中东等	高端、奢侈品市场	GE, GE Profile, Café, Monogram, Hotpoint	2016 年收购
Fisher & Paykel	冰箱、洗衣机、酒柜、洗碗机、厨电等	中国、新西兰、澳大利亚、北美、欧洲、南亚、东南亚等	高端、奢侈品市场	DCS (专注于海外烹饪产品)	2018 年收购
Candy	冰箱、洗衣机、厨电等	欧洲、南亚、东南亚等	大众市场	Hoover, Rosières, Jinling, Baumatic, Zerowatt, Iberna	2019 年收购

资料来源：公司公告，品牌官网，维基百科，界面新闻，长江证券研究所

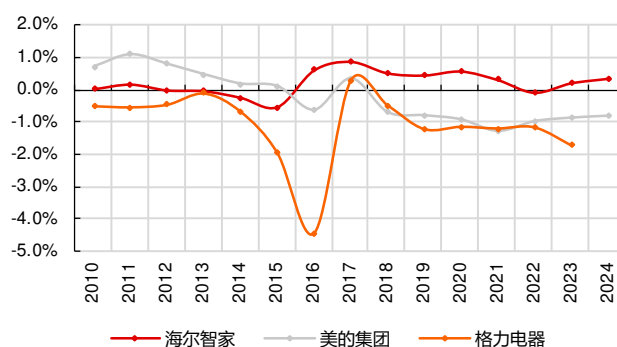
第二，收购在中短期内带来一定重组费用，同时加重财务负担。2016 年开始，公司有息负债规模大幅增加，财务费用率也相应由负转正，而美的与格力自 2018 年开始则保持着较为明显的财务正收益，对应财务费用率中枢在负一个百分点左右波动。但是，公司的大规模收购已告一段落，有息负债率及财务费用率已有所回落，未来对企业盈利端的影响有望持续减弱。

图 33：2016 年公司有息负债规模大幅增加



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：有息负债=短期借款+长期借款+应付债券）

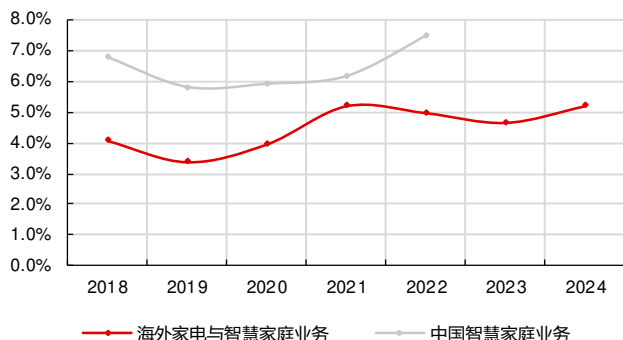
图 34：2016 年公司财务费用率由负转正



资料来源：Wind，长江证券研究所

第三，为了推动海外资产步入良性发展通道，前期会有一定规模的费用投入。一般来讲，出现在国际并购市场上的海外家电资产，大部分是近期经营表现不理想的独立公司，或者是逐渐远离经营战略中心的大集团子公司，但无论是哪一种，财务状况或内部治理可能存在问题；在海尔体系内，Candy 和 Fisher & Paykel 属于前者，三洋和 GEA 属于后者。因此，收购完成后，需要花费一定时间与资金来支持组织架构调整、激励制度重建及市场策略优化等。

图 35：2024 年公司海外家电与智慧家庭业务经营利润率为 5.2%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 36：公司在五个方面实现全球赋能



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司利润率优化存在哪些驱动因素？

基础能力：AI 助力深化数字变革，经营有望持续提效

2019 年以来，公司盈利能力已进入持续改善阶段，可比口径来看，2023 年公司扣非归母净利润率为 6.05%，较 2019 年提升约 3.18pct，其中毛利率贡献约 1.68pct，费用率贡献约 0.96pct，但销售&管理费用率合计贡献约 1.74pct。2024 年的情况也较为类似，0.45pct 的净利率同比提升幅度中毛利端与费用端各贡献约 50%。因此，费用率的优化在过去几年对公司盈利改善起到了相当重要的作用，而这与公司持续推进数字化变革是密不可分的。

图 37：2019-2024 年公司利润率及费用率拆分

	调整前					调整后	
	2019	2020	2021	2022	2023	2023	2024
毛利率	29.83%	29.68%	31.23%	31.33%	31.51%	27.49%	27.80%
期间费用率（剔除财务）	24.94%	24.11%	24.33%	24.20%	23.98%	20.05%	19.73%
销售费用率	16.78%	16.04%	16.06%	15.85%	15.67%	11.94%	11.74%
管理费用率	5.04%	4.79%	4.59%	4.45%	4.39%	4.33%	4.23%
研发费用率	3.12%	3.27%	3.67%	3.90%	3.91%	3.79%	3.76%
扣非归母净利润率	2.87%	3.08%	5.20%	5.73%	6.05%	5.77%	6.23%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

2024 年起，公司对数字化战略进一步升级，从整体战略层面，公司开始向 C 端转型，具体体现在营销创新、服务创新与物流创新三个维度。营销创新方面，公司将全部营销节点由线下切换至线上，实现销售费用率的明显改善；服务创新方面，公司将手工派单模式升级成为平台 AI 自动匹配模式，服务速度大幅提升；物流创新方面，公司用智能平台调度替代人工调度，C 端物流成本有效降低。

图 38：公司 C 端转型主要体现在三个方面

海尔模式创新（ToC转型）

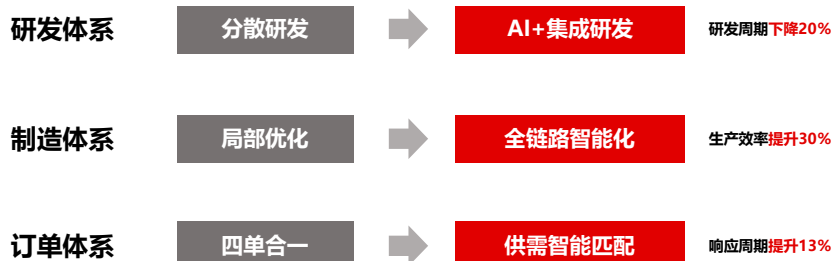


资料来源：海尔智家 2025 年生态大会，长江证券研究所

在此基础上，公司利用 AI 工具持续深化数字变革。研发体系方面，从原本的分散式研发升级为 AI+集成研发，使研发周期缩短 20%；制造体系方面，从局部的优化升级为全链路智能化，带动生产效率提升 30%；订单体系方面，从传统线下的四单合一模式升级为供需的智能匹配，订单响应速度提升 13%。

图 39：海尔利用 AI 工具深化数字化变革

海尔数字化变革（AI赋能）



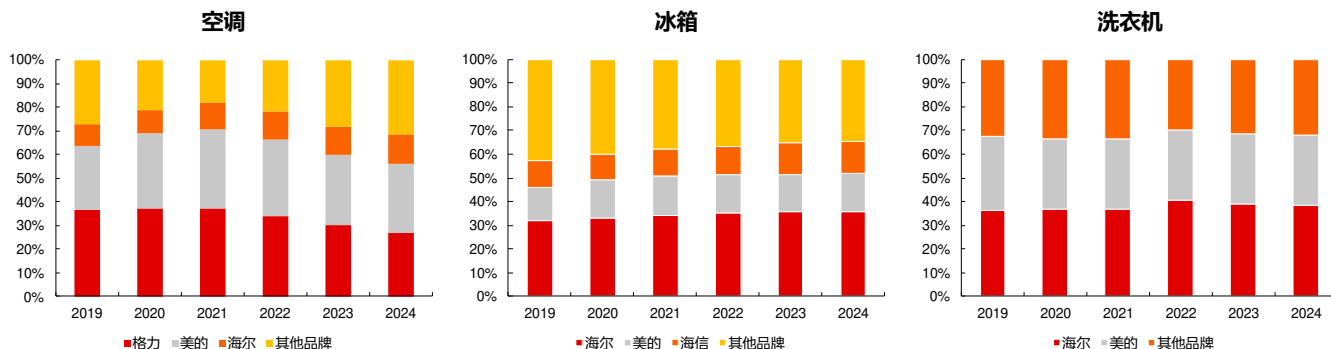
资料来源：海尔智家 2025 年生态大会，长江证券研究所

作为公司数字化变革的核心组成要素，数字库存与数字营销目前已初步上线，且取得初步成效。数字库存方面，公司通过构建线上线下一盘货与统仓 TC 体系，实现了产品周转效率、仓储与配送效率的提升，并有效减少了客户投入与资金占用，降低了客户的经营门槛；该模式最先在国内空调 POP 渠道试点运行，2025Q1 便已新引入 POP 专业客户超 60 家，带动 POP 渠道零售额增长超 100%。数字营销方面，公司通过海尔智家 AI 数据云精准洞察消费者需求，并实现与用户的高效交互，而用户的反馈又会及时回流至企划研发节点；我们认为数字营销一方面有助于营销内容针对性的推送，节省不必要的营销支出，另一方面有利于产品与研发部门专注于消费者真正需要的款式或功能，降低非必要性的投入。展望后续，我们认为随着公司数字库存与数字营销项目的深化以及未来其他数字化项目的推出，公司整体运营效率有望持续提升，从而带来费用端的持续优化。

内销：高端化基础已具，结构优化下盈利水平有望改善

国内市场，海尔优势品类冰箱与洗衣机的需求总量已基本见顶，且公司份额已处于较高水平，2024 年产业在线口径下的出货量份额分别高达 35.8%和 38.5%，想要寻求份额端的进一步提升或存在挑战；而空调行业的竞争则更加激烈，从过往的经验来看，若想要实现市占率的突破难免会牺牲一部分利润。因此，无论是对于规模增长还是对于盈利改善，卡萨帝都是海尔内销至关重要的结构性突破口。

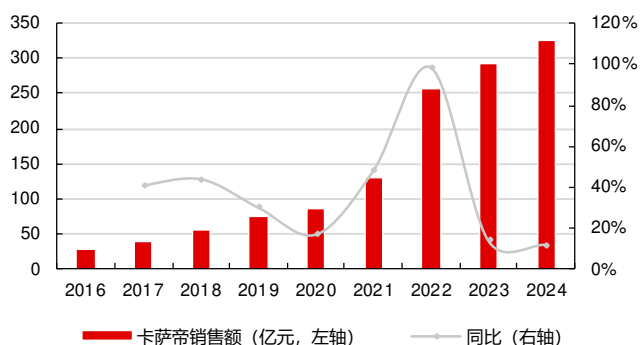
图 40：2019-2024 年空调、冰箱与洗衣机品类出货量份额



资料来源：产业在线，长江证券研究所

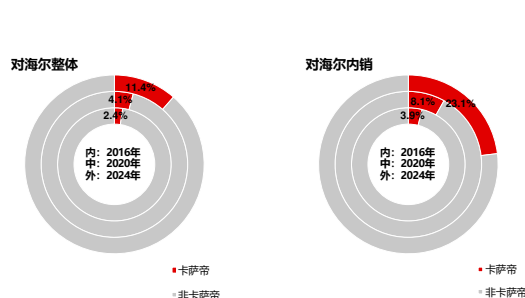
经历十余年经营发展后，卡萨帝步入高速增长阶段，2021 年品牌销售额首次突破百亿大关，2024 年达到约 327 亿元，2016-2024 年期间销售额复合增速约 35.9%，远高于公司整体的 11.6%以及公司内销的 8.9%。同时，截至 2024 年，卡萨帝收入占海尔整体及内销的比例已达到约 11.4%和 23.1%。

图 41：2024 年卡萨帝品牌销售额预计高达 327 亿元



资料来源：公司公告，阿尔法工厂，长江证券研究所（注：部分年份根据公司公告的同比增速计算，数值或存在误差）

图 42：2024 年卡萨帝收入约占公司整体的 11.4%

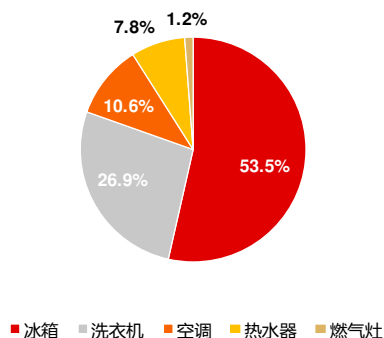


资料来源：公司公告，Wind，阿尔法工厂，长江证券研究所

分品类来看，根据奥维云网，2024 年卡萨帝品牌主要产品中冰箱、洗衣机、空调、热水器与燃气灶线下销售额占比分别约为 53.5%、26.9%、10.6%、7.8%和 1.2%。另外，卡萨帝产品终端销售价格显著高于海尔品牌，2024 年卡萨帝洗衣机线下均价为 10224 元，相对海尔品牌的溢价最高，约为后者的 1.9 倍，储水热水器约为海尔的 1.5 倍，燃气灶约为 1.4 倍，冰箱约为 1.3 倍，空调溢价程度相对较低，约高出海尔品牌 65%。在

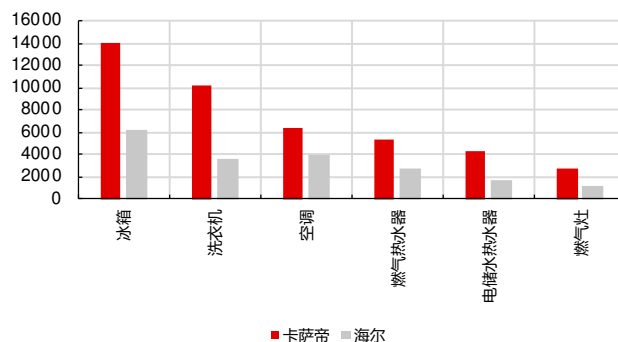
较高价格的支撑下，卡萨帝品牌的盈利水平也较为可观，预计其在公司整体利润中的占比将明显高于收入；因此，我们认为内销品牌结构优化所带来的盈利提升已是比较明确的路径。

图 43：2024 年卡萨帝冰箱在其线下主要产品销售额中的比例为 53.5%



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 44：2024 年卡萨帝主要产品线下均价显著高于海尔品牌（单位：元）

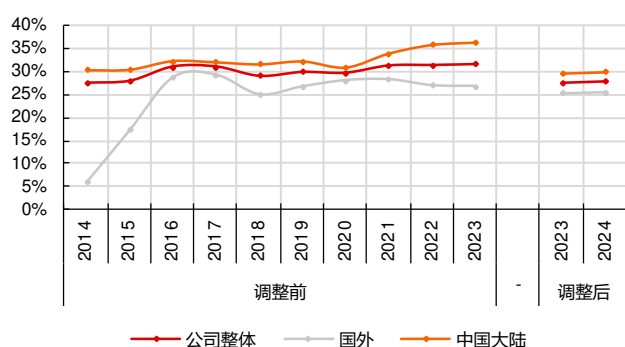


资料来源：奥维云网，长江证券研究所

外销：组织能力及生产效率提升为盈利优化奠定基础

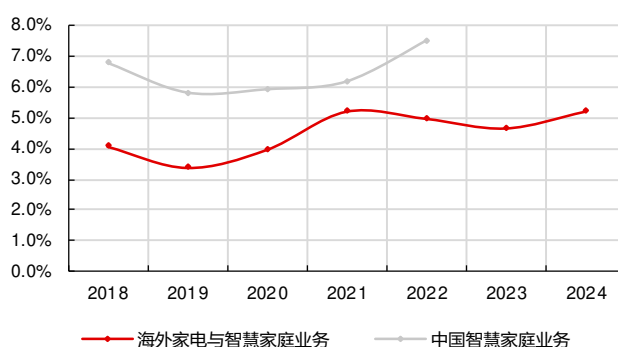
自结束大规模收购海外资产后，公司海外业务毛利率便保持相对平稳，其中 2022-2023 年甚至略有回落，经营利润率也呈现类似的趋势，直到 2024 年才出现较为明显的优化。但海外收入规模方面，2020-2024 年期间仍能保持较好增长，年均复合增速达到接近 9%，且各地区单独来看，绝大多数区域均能实现较好增长，其中中东非、南亚、欧洲与东南亚市场 2020-2024 年收入端 CAGR 分别高达 22.0%、20.5%、18.1%和 12.6%，仅日本地区收入出现小幅回落。基于此，我们认为公司海外利润率提升节奏较缓，更关键的因素可能是并购企业的组织能力及生产效率相对较低，从而限制了利润的充分释放。

图 45：近几年公司海外业务毛利率保持相对平稳



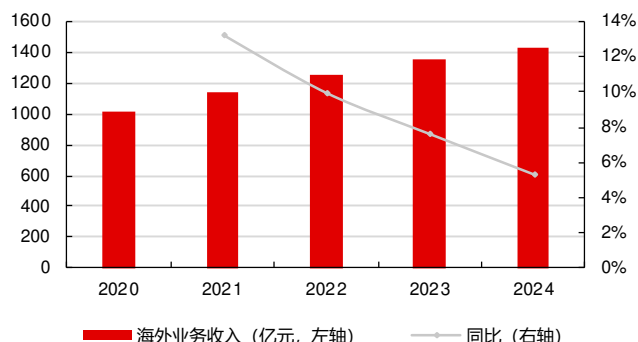
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 46：2024 年公司海外家电与智慧家庭业务经营利润率为 5.21%



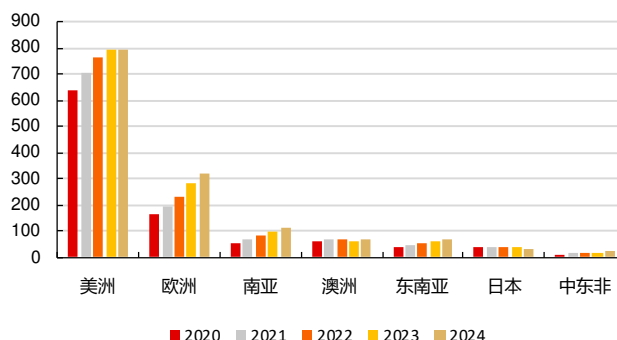
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 47：大规模收购结束后，公司海外业务收入仍实现较好增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 48：近年来公司在海外大部分地区收入实现较好增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

但近年来，公司已针对上述两个问题展开优化。组织能力方面，以过往盈利能力相对偏弱的欧洲地区为例，2024 年起公司对欧洲区进行了一系列变革，具体包括：

- **高管调整：**2024 年 4 月，海尔欧洲宣布任命 Neil Tunstall 为新任 CEO，接管总部位于意大利和欧洲地区的管理工作。此前，Neil Tunstall 曾任职于 Whirlpool EMEA 与 Indesit 公司，在家电领域拥有 25 年左右的丰富经验。我们认为本次调整或主要是新任 CEO 与海尔总部的经营理念更为契合，有利于公司后续对欧洲区平台开展整改工作。
- **品牌升级：**Candy 品牌由于定位相对低端，原先价格指数仅不到 70；2024 年公司对 Candy 进行了全面升级，涵盖 LOGO 焕新、定位上提与智能化接入等方面，计划将其价格指数提升至 90-100，有望带动毛利端实现改善。
- **组织形式优化：**根据海尔欧洲大区总经理，欧洲区启动了更大范围的“人单合一”式变革。市场方面，公司将国家层面的市场部门推向前线，使其承担责任的同时充分给予人财物方面的授权；产业层面，产业端拥有的研发、制造资源都需要向市场终端看齐，从而使二者的能力协同发挥；平台层面，要打破原先以人力、财务和内控等职能部门为核心的金字塔式层级架构，调整为以市场前端为核心的倒三角组织模型，而总部平台需为其提供资源或服务支持。

图 49: Candy 品牌 LOGO 及产品全面焕新



资料来源：公司欧洲官网，长江证券研究所

公司外销盈利能力难以持续突破的另一个因素或主要是其海外工厂生产效率相对偏低。公司海外有相当一部分产品是在其收购企业自带的设施生产的，而该部分产能或存在生产效率或自动化程度低下等问题，叠加欧美地区人工成本较高，进而难以有效控制成本。为解决以上问题，公司近年来已加大自建产能比例，并对原有工厂进行改造升级，尤其是 2024 年，公司大规模生产基地埃及生态园已实现投产，泰国工业园也已完成奠基。考虑到截至 2024 年 10 月，公司在国内已累计打造 10 座“灯塔工厂”，是全球拥有“灯塔工厂”数量最多的中国企业，其生产设施设计及运营能力或处于行业前列；待公司自建产能比例进一步攀升，我们认为其海外制造效率有望实现优化，从而带来盈利能力改善。

表 2：公司近年加大海外自建产能布局，并对原有产能进行优化

年份	海外产能布局
2021 年	罗马尼亚冰箱工厂、埃及空调工厂、印度洗衣机工厂投产运营，其中罗马尼亚工厂主要满足欧洲市场需求。
2022 年	美国南卡州热水器工厂投产。
2023 年	南亚北部工业园通过全流程升级提高工厂自动化率。
2024 年	埃及生态园一期 5 月份投产，主要生产空调、电视及洗衣机等，首年产能突破 20 万台，同年 7 月，二期项目奠基。该生态园设计总产能超 150 万台。
	越南 AQUA 基地实现冰箱的智能化制造，制造效率有效提升。
	对印尼空调产线进行提效升级，产能同比提升 30%。
	泰国春武里空调工业园 8 月奠基，规划年产能 600 万套，主要生产分体式空调、家庭中央空调、房车空调等全系列产品，一期计划将于 2025 年 9 月建成投产。

资料来源：人民日报，人民网，公司公告，长江证券研究所

公司远期利润率弹性如何？

公司当前正通过数字化变革、产品高端化与零部件自供能力补强等举措寻求盈利能力的提升，为测算公司远期盈利弹性，我们做如下假设：

- **毛利端：**2024 年公司整体毛利率为 27.80%，其中空调/电冰箱/厨电/水家电/洗衣机毛利率分别为 23.87%/30.77%/29.34%/41.61%/31.38%。假设远期来看公司可通过结构优化、制造降本等方式可将家电各业务毛利率提升至表 4 水平，同时假设装备部品及渠道综合服务毛利率与 2024 年持平。在收入结构与 2024 年保持一致的情况下，公司远期毛利率在悲观、中性与乐观假设下分别可提升至 29.97%、31.02%和 32.30%。

表 3：2023-2024 年公司分业务毛利率拆分

	2023A			2024A		
	营业收入（亿元）	营业成本（亿元）	毛利率	营业收入（亿元）	营业成本（亿元）	毛利率
公司整体	2,742.05	1,988.38	27.49%	2859.81	2064.87	27.80%
空调	456.59	348.84	23.60%	490.56	373.46	23.87%
电冰箱	816.41	569.07	30.30%	832.41	576.24	30.77%
厨电	415.89	295.38	28.98%	411.11	290.51	29.34%
水家电	150.11	89.25	40.54%	157.51	91.96	41.61%
洗衣机	612.10	423.96	30.74%	630.28	432.53	31.38%
装备部品及渠道综合服务	278.96	257.96	7.53%	323.96	296.08	8.60%
其他	11.98	3.93	67.22%	13.99	4.09	70.78%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 4：2024 年收入结构下，公司远期毛利率水平敏感性分析

	悲观	中性	乐观
公司整体	29.97%	31.02%	32.30%
空调	30.00%	32.00%	35.00%
电冰箱	32.00%	33.00%	34.00%
厨电	32.00%	33.00%	34.00%
水家电	42.00%	43.00%	45.00%
洗衣机	33.00%	34.00%	35.00%
装备部品及渠道综合服务	8.60%	8.60%	8.60%
其他	70.78%	70.78%	70.78%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

- **费用端：**2024 年公司期间费用率为 20.07%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.74%/4.23%/3.76%/0.34%，国内全流程数字化运营体系较为成熟，且经营效率较高的美的集团销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.52%/3.56%/3.99%/-0.82%；相比之下，海尔销售及管理费用率存在较大改善空间，而美的近年注重 B 端业务发展，研发费用率高于海尔。我们假设中性情况下，公司管理费用率可优化至美的当前水平，销售费用率受模式差异影响，与美的可比性较低，中性假设可降低至 10.20%，研发费用率可降低至 3.60%，则公司远期稳态期间费用率可优化至 17.70%。

表 5：公司远期费用率敏感性分析

	2024A	悲观	中性	乐观
期间费用率	20.07%	18.24%	17.70%	17.34%
销售费用率	11.74%	10.50%	10.20%	10.00%

管理费用率	4.23%	3.70%	3.56%	3.50%
研发费用率	3.76%	3.70%	3.60%	3.50%
财务费用率	0.34%	0.34%	0.34%	0.34%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

2024 年公司净利润率为 6.85%，在其他条件不变的情况下，基于以上假设，公司远期稳态净利润率有望提升至 10.85%-14.08%，对应可额外释放 58.51%-105.74%的业绩，盈利修复逻辑下公司业绩端弹性非常可观。

表 6：公司远期净利润率双变量分析

期间费用率	毛利率			
		悲观	中性	乐观
	悲观	10.85%	11.90%	13.18%
	中性	11.39%	12.44%	13.72%
	乐观	11.75%	12.80%	14.08%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资建议：把握稳增长优质龙头

2019 年以来，公司盈利水平已逐步进入改善通道。展望后续，内销端，空调业务优化产业链，卡萨帝在国内高端市场已具备领先优势，有望带动公司产品结构持续优化；外销端，公司对海外业务进行组织变革，并对低效产能采取优化措施，为经营与生产效率提升奠定基础。在此基础上，公司积极利用 AI 工具深化数字变革，数字库存与数字营销自上线以来已产生初步效果。基于此，我们认为公司业绩弹性较大，同时在国补助力与新兴市场渗透率提升逻辑下规模端有望延续较好增长，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 210.34、238.07 和 262.07 亿元，对应 PE 分别为 11.4、10.1 和 9.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1、宏观经济波动风险。公司各类家电产品需求受经济形势和宏观调控的影响较大，如果全球经济出现重大波动，国内外宏观经济或消费需求增长出现放缓趋势，则公司所处的相关市场增长也将随之减速，进而对于产品销售造成影响。

2、海外业务运营风险。公司业务全球化稳步发展，已在全球多地建立生产基地、研发中心和营销中心。海外市场受当地政治经济局势、法律体系和监管制度影响较多，上述因素发生重大变化，将对公司当地运营形成一定风险。

3、原材料价格波动风险。公司原材料占营业成本比重较大，消费电器及核心部件产品的主要原材料为各种等级的铜材、钢材、塑料和铝材等，若原材料价格出现较大波动，将对公司成本以及盈利能力造成一定影响。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。由于市场环境变化相对较快，比如原材料价格、汇率等因素可能存在变化，从而有可能带来对公司毛利率等指标的波动，进而带来整体盈利预测跟最终实际情况存在差异的可能。

若我们的假设不成立或者不及预期，盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若终端需求有所走弱，或原材料价格持续处于高位，公司未来收入/业绩可能会有所下滑，假设极端悲观情况下，2025-2027 年营业总收入增速分别降至 7.76%、6.80%和 5.94%，且毛利率分别降至 27.90%、28.04%和 28.45%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降至 10.81%、12.97%和 9.91%。

表 7：公司收入和利润敏感性分析（单位：百万元）

项目	基准情形				悲观情形			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	285981	309546	330861	350758	285981	308175	329131	348695
yoy	4.29%	8.24%	6.89%	6.01%	4.29%	7.76%	6.80%	5.94%
毛利率	27.80%	27.97%	28.12%	28.54%	27.80%	27.90%	28.04%	28.45%
归母净利润	18741	21034	23807	26207	18741	20768	23461	25787
yoy	12.92%	12.23%	13.19%	10.08%	12.92%	10.81%	12.97%	9.91%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	285981	309546	330861	350758	货币资金	55584	73622	95717	114526
营业成本	206487	222973	237808	250647	交易性金融资产	1236	1736	2236	2236
毛利	79494	86573	93052	100111	应收账款	26473	29085	30948	32727
%营业收入	28%	28%	28%	29%	存货	43044	44414	46162	47533
营业税金及附加	1276	1393	1489	1578	预付账款	2383	2453	2854	3008
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	22969	22530	23201	23273
销售费用	33586	35907	38214	40337	流动资产合计	151690	173840	201117	223302
%营业收入	12%	12%	12%	12%	长期股权投资	20932	20882	20882	20882
管理费用	12110	13001	13764	14381	投资性房地产	246	246	246	246
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	37519	39247	39430	38148
研发费用	10740	11608	12407	13153	无形资产	14035	13715	13195	12475
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	27384	27334	27334	27334
财务费用	973	879	298	77	递延所得税资产	2477	2112	2112	2112
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	35831	36789	36889	36989
加：资产减值损失	-1284	-1220	-920	-820	资产总计	290114	314165	341205	361489
信用减值损失	-266	-150	-150	-100	短期贷款	13784	13784	13784	13784
公允价值变动收益	47	0	0	0	应付款项	54588	55743	59452	62662
投资收益	1913	2322	2316	2525	预收账款	0	0	0	0
营业利润	22912	25937	29326	32189	应付职工薪酬	5041	5574	5707	6016
%营业收入	8%	8%	9%	9%	应交税费	3915	3095	3309	3508
营业外收支	-179	-160	-150	-140	其他流动负债	72243	73534	76420	75445
利润总额	22733	25777	29176	32049	流动负债合计	149571	151732	158672	161414
%营业收入	8%	8%	9%	9%	长期借款	9665	9665	9665	9665
所得税费用	3157	3867	4376	4807	应付债券	0	0	0	0
净利润	19576	21910	24799	27242	递延所得税负债	1542	1637	1637	1637
归属于母公司所有者的净利润	18741	21034	23807	26207	其他非流动负债	10947	11139	11139	11139
少数股东损益	834	876	992	1035	负债合计	171725	174173	181113	183855
EPS (元)	2.02	2.24	2.54	2.79	归属于母公司所有者权益	111366	132093	151200	167707
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	7023	7899	8891	9926
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	118389	139992	160091	177633
经营活动现金流净额	26543	30465	34563	34358	负债及股东权益	290114	314165	341205	361489
取得投资收益收回现金	765	2322	2316	2525	基本指标				
长期股权投资	-736	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-10029	-9580	-8250	-7040	每股收益	2.02	2.24	2.54	2.79
其他	-10074	-848	-500	0	每股经营现金流	2.83	3.25	3.68	3.66
投资活动现金流净额	-20074	-8107	-6434	-4515	市盈率	14.09	11.42	10.09	9.17
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.40	1.82	1.59	1.43
股权融资	269	-1010	0	0	EV/EBITDA	8.44	6.05	4.93	4.09
银行贷款增加 (减少)	-5811	0	0	0	总资产收益率	6.5%	6.7%	7.0%	7.2%
筹资成本	-9982	-1035	-1035	-1035	净资产收益率	16.8%	15.9%	15.7%	15.6%
其他	7610	-1672	0	0	净利率	6.6%	6.8%	7.2%	7.5%
筹资活动现金流净额	-7914	-3716	-1035	-1035	资产负债率	59.2%	55.4%	53.1%	50.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1445	18641	27095	28809	总资产周转率	1.04	1.02	1.01	1.00

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。