

转向经营质量与规模并重

2025 年 08 月 15 日

核心观点

- **公司公告：**2025 年上半年，公司实现营收 79.0 亿元，同比+79.0%，归母净利润 6.8 亿元，同比-39.5%。其中，25Q2 实现营收 44.8 亿元，同比+73.8%，归母净利润 4.1 亿元，同比-43.2%。
- **规模导向致利润连续四个季度偏低：**1) 2024Q3 开始，公司执行规模导向战略，导致利润率持续下降，但 2024Q4 以来收入大幅增长，取得规模优势。以 IDC 数据为例，2025Q1 石头全球扫地机销量份额 19.3%，排名第一，相比第二高出 5.7 pct。2) 公司阶段性的规模导向已取得效果，但对利润伤害颇大。2025H1，公司毛利率 44.6%，同比下降 9.3pct，非扫地机业务占比提升与美国关税成本上涨是主要因素；销售费用率同比提升 7.3pct 至 27.4%，与科沃斯接近，公司执行规模导向策略，大幅提升销售费用是措施之一，带来收入高增长；归母净利润率 8.6%，同比下降-16.8pct，除扫地机规模导向外，新业务洗衣机、洗地机促销导致亏损有明显影响。我们估计上半年新业务营业利润口径亏损 5 亿元左右，如果不考虑这部分亏损，2025H1 营业利润基本同比持平。随着收入规模快速扩大，及美国大量备货，公司存货较年初大幅增加，导致 2025H1 经营活动产生的现金流量净额-8.2 亿元，我们预计后续容易扭转。
- **公司内外销均维持亮眼表现：**1) 在国补刺激及公司大规模投入下，公司清洁电器业务快速增长，据 AVC 数据，2025 年 1~7 月，石头线上扫地机、洗地机零售额分别同比+62.3%、+653.3%，7 月分别同比+59.0%、+917.2%，7 月线上零售额份额分别达 24.8%、20.3%。2) 海外市场精细化渠道布局&开拓新市场，据 Sensor Tower，石头科技 app 海外下载量 2025 年 1~7 月同比+50.1%，7 月明显提速，同比+71.9%。
- **我们预计 2025Q3 开始公司转向经营质量与规模并重：**1) 洗衣机业务遵循大家电产业特征，公司自 6 月战略收缩洗衣机业务，大规模裁员有助于明显减少亏损。2) 洗地机业务 2025 年上半年快速增长，具备一定规模。AVC 零售监测，洗地机线上市场石头品牌从 2025 年 1 月零售额占比 10.3%，提升至 7 月的 20.3%。后续，公司将拓展海外洗地机市场。我们预计 2025Q3 开始，洗地机的亏损将明显减少。3) 扫地机业务，我们预计公司将减少销售费用投入，虽然会导致收入增速放缓，但也将带动利润率回升。此外，我们预计后续公司将补齐活水洗扫地机产品，弥补市场热点产品的缺失。
- **投资建议：**我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 164.0/212.7/266.3 亿元，分别同比+37.3%/+29.7%/+25.2%，归母净利润 16.1/23.2/31.2 亿元，分别同比-18.7%/+44.5%/+34.5%，EPS 分别为 6.20/8.96/12.05 元每股，当前股价对应 29.5x/20.4x/15.2x P/E，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**国补政策持续性风险；美国关税风险；市场竞争加剧风险。

石头科技（股票代码：688169）**推荐** 维持评级

分析师

何伟

☎：021-2025-7811

✉：hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

刘立思

✉：liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

杨策

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

陆思源

✉：lusiyuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525060001

市场数据

2025 年 08 月 15 日

股票代码	688169
A 股收盘价(元)	182.95
上证指数	3,696.77
总股本(百万股)	259
实际流通 A 股(百万股)	259
流通 A 股市值(亿元)	474

相对沪深 300 表现图

2025 年 08 月 15 日



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)	11,945	16,396	21,266	26,634
收入增长率%	38.0	37.3	29.7	25.2
归母净利润(百万元)	1,977	1,607	2,321	3,121
利润增长率%	-3.6	-18.7	44.5	34.5
摊薄 EPS(元)	7.63	6.20	8.96	12.05
PE	24.0	29.5	20.4	15.2

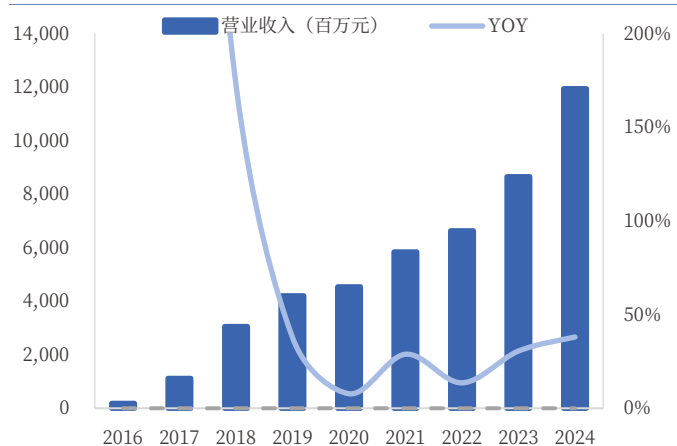
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、公司经营情况

公司目前专注于提升产业优势：1) 2020 年公司上市，当年归母净利润率达到 30.2%，但因缺乏必要销售投入，收入规模处于二线水平。2) 2021 年~2023 年，随着销售费用投入增加，利润率有所下降，但市场份额持续上升，规模上升至一线。2023 年，iRobot、科沃斯、石头扫地机销量分别 303 万台、284 万台、260 万台。3) 到了 2024 年第三季度，石头的竞争策略更加注重市场份额提升。具体措施包括，在中国加大营销投入；在美国承担关税成本而不提高产品价格；在欧洲一方面降价，另一方面显著提升线上直销的比例，这些因素共同导致了利润率的下降。

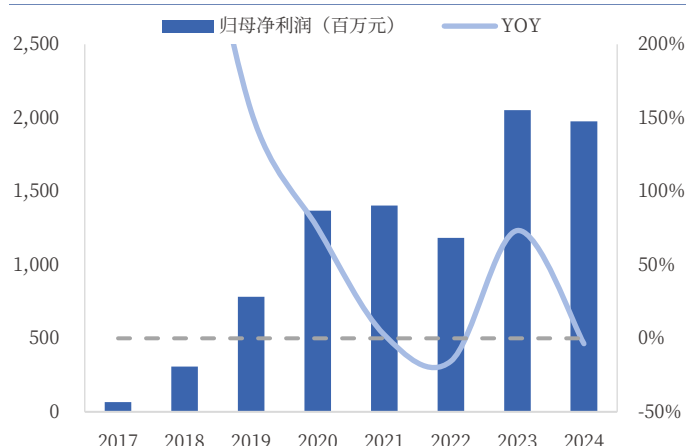
2024 年，石头的营收达到 119.4 亿元，同比+38.0%。2024 年石头的扫地机收入和销量已经位居全球首位。

图1：公司营业收入（年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

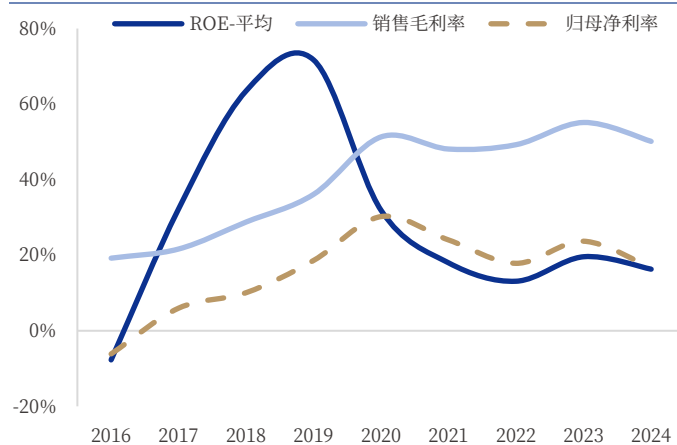
图2：公司归母净利润（年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

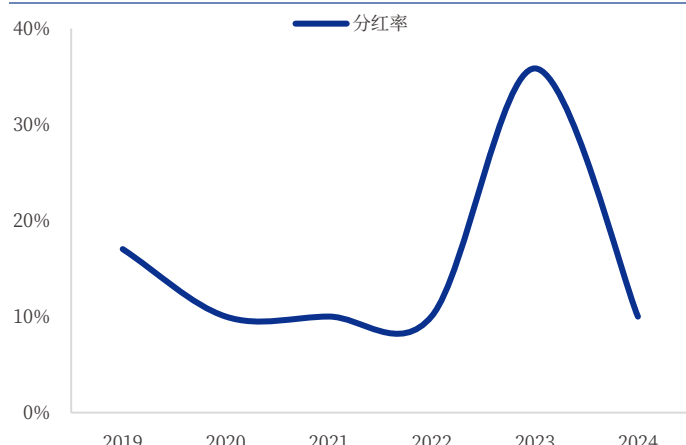
2024 年，公司 ROE-平均为 16.3%，毛利率为 50.1%，归母净利率为 16.5%，分红率为 10%。2024 年会计准则变化，部分销售费用归入生产成本，导致毛利率下降。但剔除该影响，公司的产品竞争策略也导致综合毛利率下降。

图3：公司年度 ROE-平均、销售毛利率、归母净利率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

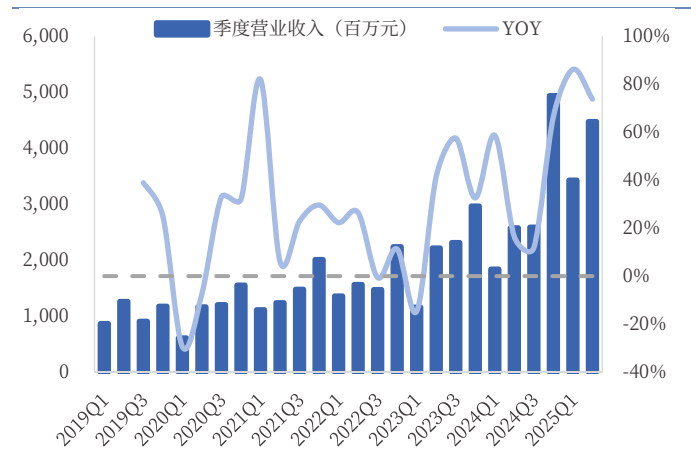
图4：公司年度分红率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

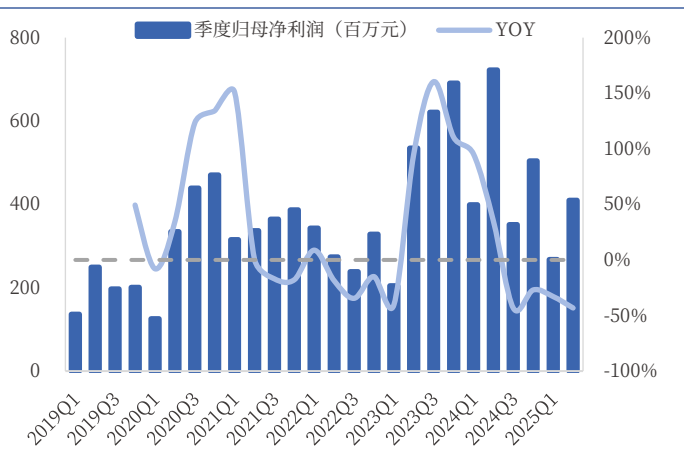
25Q2 收入维持高增，利润仍然承压。2025Q2，公司实现营收 44.8 亿元，同比+73.8%，归母净利润 4.1 亿元，同比-43.2%。收入方面，公司主要受益于内销国补政策带来的清洁电器行业高景气度，以及公司高投入带来的全球份额提升、业务快速扩张。利润方面，公司加大市场投入力度，高销售费用率对利润造成压力，且洗衣机业务仍然拖累，此外美国关税也造成一定影响。

图5：公司营业收入（季度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图6：公司归母净利润（季度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

表1：石头科技业务分拆

	2020	2021	2022	2023	2024
营业收入（百万元）	4530	5837	6629	8654	11945
主营业务收入（百万元）	4530	5837	6611	8639	11918
按产品					
——扫地机器人	4416	5605	6346	8085	10848
——其他智能电器产品	115	232	265	554	1070
按地区(年报口径)					
——境内收入	2662	2473	3128	4411	5531
——境外收入	1868	3364	3483	4229	6388
按销售模式					
——直营	1117	1459	2249	3625	5241
——经销	3413	4378	4362	5014	6677
营业收入 YoY	7.7%	28.8%	13.6%	30.5%	38.0%
主营业务收入 YoY	7.7%	28.8%	13.3%	30.7%	38.0%
按产品					
——扫地机器人	11.6%	26.9%	13.2%	27.4%	34.2%
——其他智能电器产品	-53.5%	102.4%	14.1%	109.4%	93.1%
按地区(年报口径)					
——境内收入	-26.5%	-7.1%	26.5%	41.0%	25.4%
——境外收入	221.3%	80.1%	3.5%	21.4%	51.1%
按销售模式					
——直营		30.6%	54.1%	61.2%	44.6%
——经销		28.3%	-0.4%	15.0%	33.2%

毛利率	51.3%	48.1%	49.3%	55.1%	50.1%
按产品					
——扫地机器人	51.8%	48.2%	49.5%	56.2%	52.1%
——其他智能电器产品	34.8%	46.9%	44.5%	43.3%	33.0%
按地区(年报口径)					
——境内收入	46.4%	47.8%	45.1%	49.3%	46.5%
——境外收入	58.3%	48.4%	53.1%	61.7%	53.7%
按销售模式					
——直营	61.8%	56.7%	54.6%	58.4%	52.2%
——经销	46.1%	45.2%	46.6%	53.1%	48.9%
销量(万台)					
扫地机器人	238	282	225	260	345
其他智能电器产品	9	12	12	26	62
均价(元/台)					
扫地机器人	1852	1988	2825	3116	3145
其他智能电器产品	1285	1865	2166	2162	1729

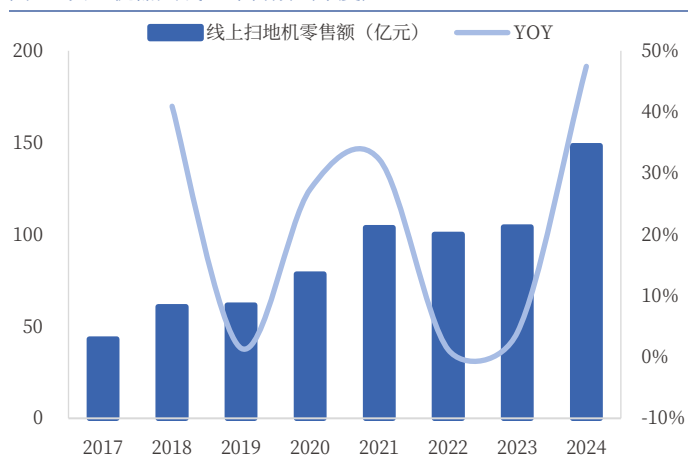
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、清洁电器：内销格局优化，外销抢占市场份额

（一）清洁电器内销市场受益于国家补贴

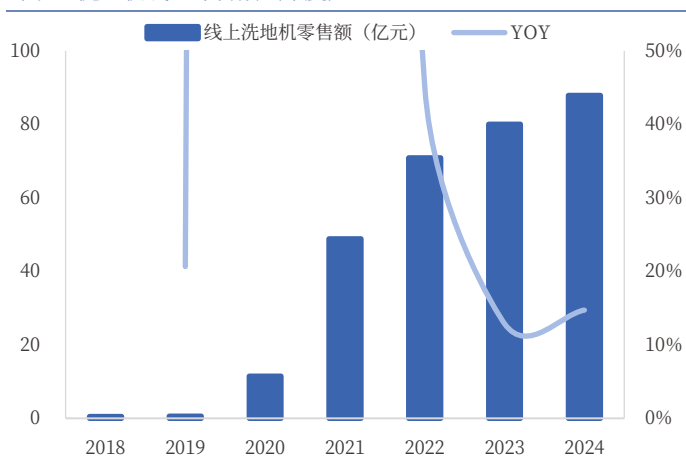
奥维云网数据，2024 年我国清洁电器全年推总零售量 3035 万台，同比+22.8%；零售额 423 亿元，同比+24.4%，其中 1-8 月零售额同比+10.5%，9-12 月零售额同比+41.8%，显著受益于国补政策拉动。2025 年 1-7 月，我国清洁电器线上零售量 1270 万台，同比+32.8%，线上零售额监测为 177 亿元，同比+37.4%，在以旧换新政策的持续加持下，行业销售热度较高。

图1：扫地机器人线上零售额（年度）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

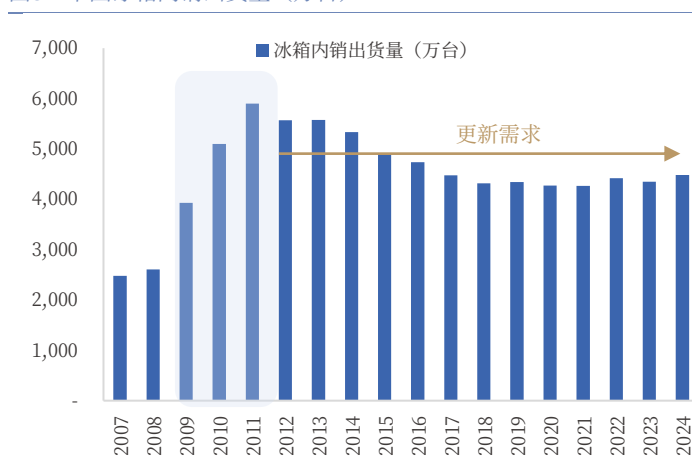
图2：洗地机线上零售额（年度）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

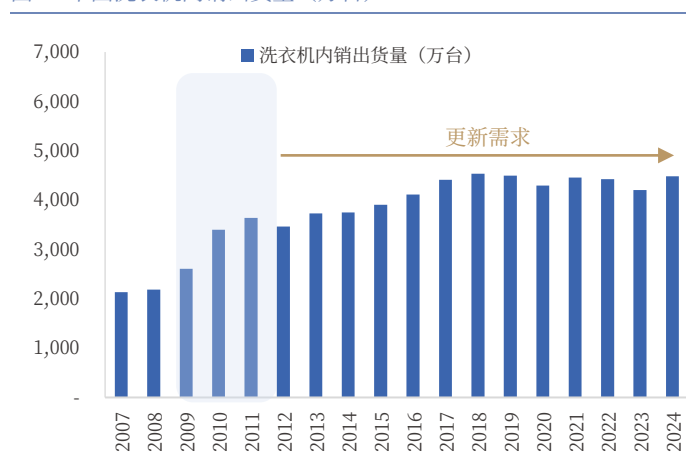
类比十年前家电补贴带动大家电销售，2010-2012 年间，在各类家电刺激政策（家电下乡、以旧换新、能效补贴）的作用下，白电和彩电迎来阶段性销售高峰。产业在线数据，2011 年高峰时期冰箱、洗衣机、空调内销出货量分别达到 5899 万台、3636 万台、6060 万台，2012 年彩电内销出货量达到 5101 万台。我们认为，由于我国扫地机、洗地机渗透率仍然较低（奥维云网数据，2024 年我国扫地机、洗地机品类渗透率分别约 5.5%、3.1%），同时价格偏贵，因此受益于国补政策刺激，需求弹性大。

图3：中国冰箱内销出货量（万台）



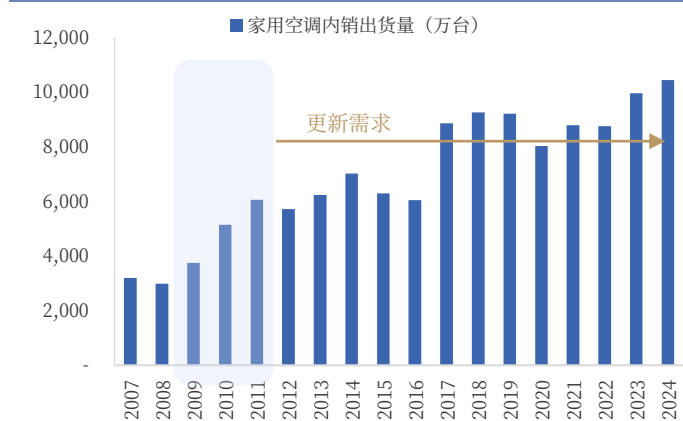
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图4：中国洗衣机内销出货量（万台）



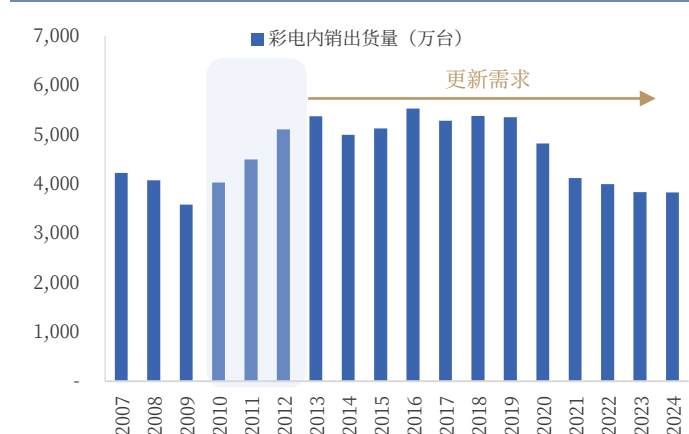
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图5: 中国家用空调内销出货量 (万台)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图6: 中国彩电内销出货量 (万台)

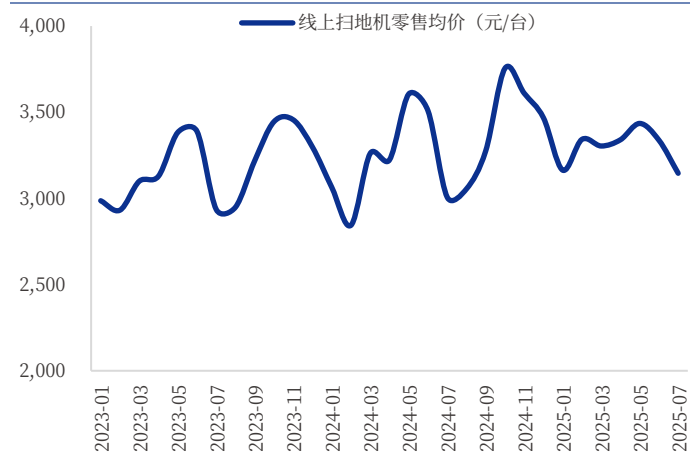


资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

扫地机是天然受益于 AI 升级赋能的品类，叠加政策拉动（扫地机是受地方国补政策覆盖度最高的清洁电器品类），高客单价消费释放充分，高景气有望延续。奥维云网数据，2025 年 1-7 月扫地机器人线上零售量/零售额同比增速均为 46.1%，增速亮眼。

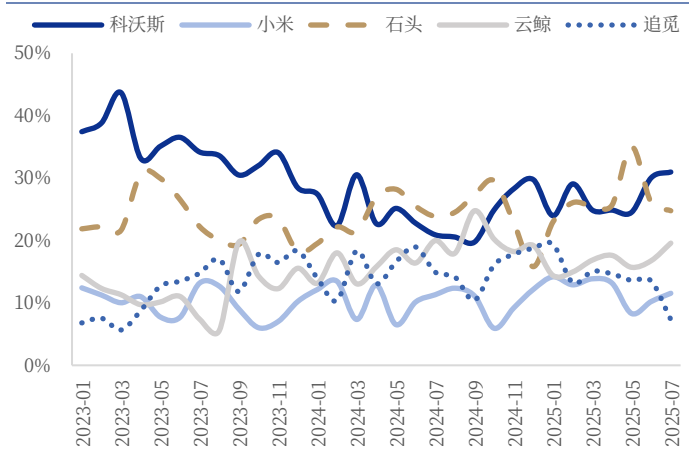
扫地机进入门槛高，新进入者不易。目前市场有竞争力的龙头有石头、科沃斯、追觅，此外云鲸有一定竞争力；海外市场，iRobot 缺乏竞争力，市场份额长期下降；Shark 在美国有渠道品牌优势，产品善于运用中国供应链，美国份额较高。

图7: 扫地机线上均价变化



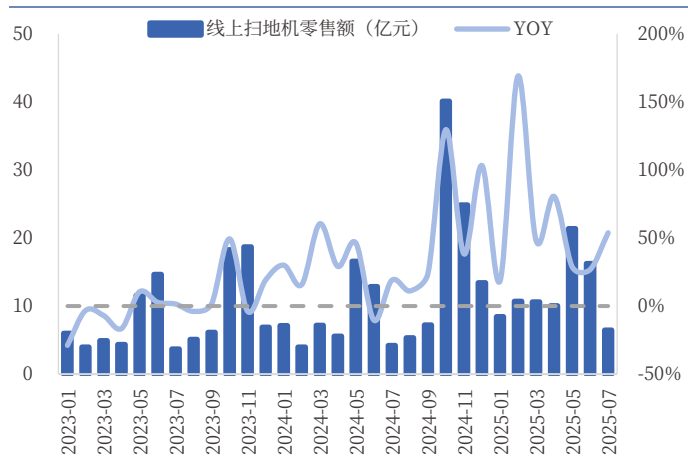
资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图8: 扫地机线上主要品牌份额变化 (销售额口径)



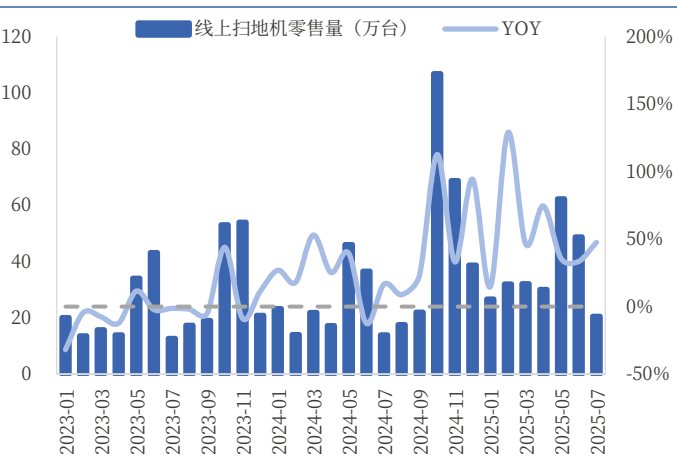
资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图9：扫地机器人线上零售额（月度）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图10：扫地机器人线上零售量（月度）



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

大疆扫地机新品缺乏竞争力，还需打磨。2025年8月6日，科技消费龙头大疆发布 DJI ROMO 扫地机新品。大疆扫地机历经4年研发、2次推迟发布。ROMO 系列 S、A、P 三个型号（型号之间差异主要在外观和除菌除臭功能），水箱版在京东8月9日国补后价格分别为3994、4589、5779元，对标市场高端产品。

1) 由于缺乏规模效应，制造成本偏高，DJI ROMO 系列定价偏高，但缺乏领先之处。2) 新品宣传卖点为双目鱼眼视觉+三颗广视角固态激光雷达的无人机避障系统。但一线品牌的全局规划和避障系统体验已成熟，此卖点相对二线品牌或有优势。3) 机械结构上缺乏亮点。采用更大吸力电机带来更高吸力，最大吸力达到25000Pa，高于竞品；用复杂的结构降低噪音，扫拖噪音仅45dB，是少数亮点。但此类机械结构不具备技术壁垒。从一些评测看，ROMO 越障能力偏弱。4) 我们认为，大疆新品定价偏贵，产品还需打磨。如后续大疆持续对扫地机业务大力度投入或有一些机会，但对2025年下半年市场不会有太大影响。科技型消费公司如安克、萤石之前也试图进入扫地机市场，但都被扫地机的深研发壁垒阻挡。

图11：大疆扫地机器人新品 DJI ROMO 系列



资料来源：大疆公众号，中国银河证券研究院

图12：大疆扫地机器人新品 DJI ROMO 系列避障系统

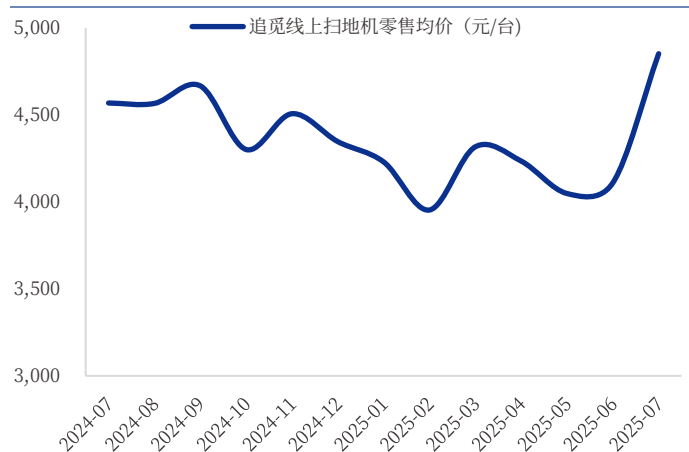


资料来源：大疆公众号，中国银河证券研究院

追觅中国市场开始注重提升盈利能力。追觅 618 后开始提价，清洁电器线上零售均价呈现上行趋势，减轻了市场竞争压力。2025年7月，追觅线上扫地机、洗地机零售均价分别为4852、2587元/台，分别环比+18.1%、+19.8%；热销型号方面，追觅 S50 PRO 扫地机、T50 ULTRA 洗地机线

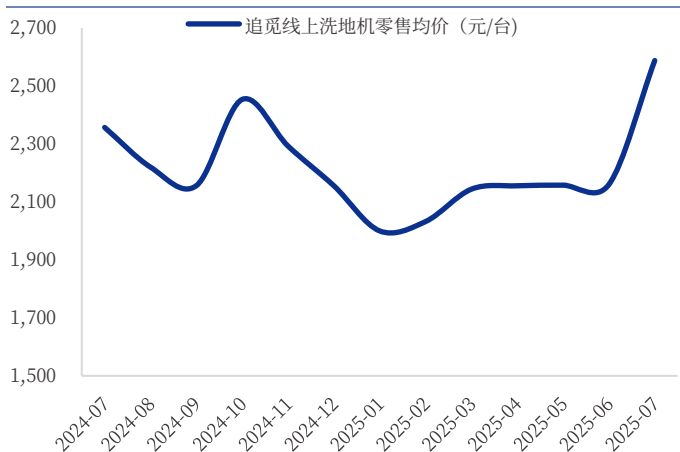
上零售均价分别环比+30%、+46.6%。

图13: 追觅品牌扫地机线上零售均价



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

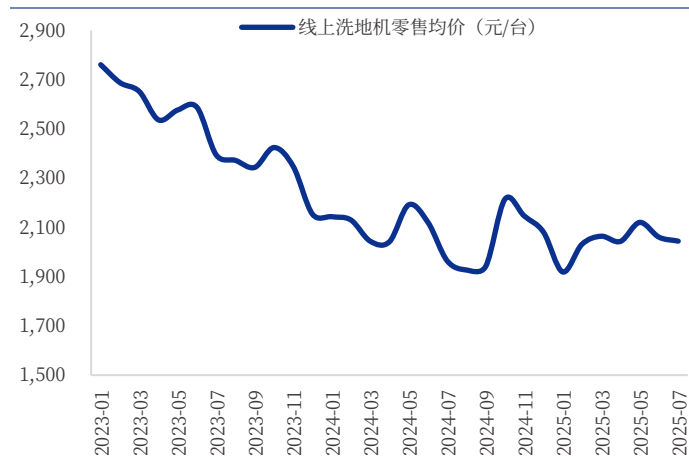
图14: 追觅品牌洗地机线上零售均价



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

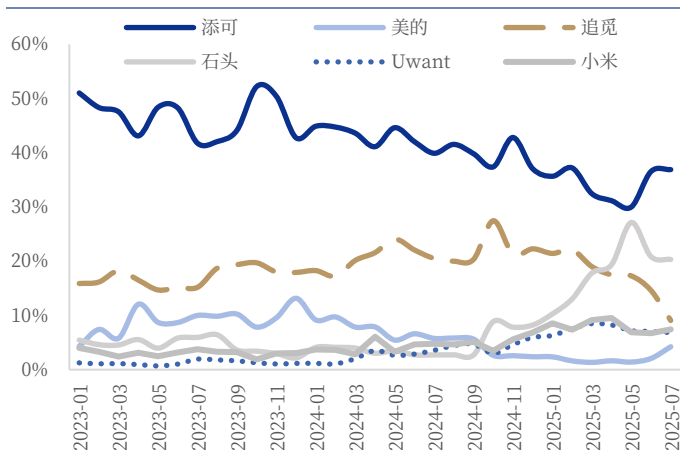
洗地机品类方面，价格战持续，行业洗牌加剧。短期受益于国补政策拉动，长期受益于 AI 升级赋能、功能集成化、以及渗透率提升等（奥维云网测算，2024 年我国洗地机品类渗透率约 3.1%，仍有较大提升空间）。

图15: 洗地机线上月度零售均价



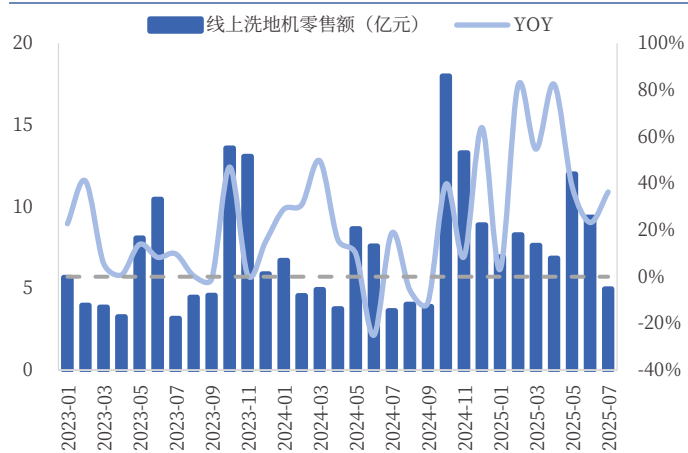
资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图16: 洗地机线上主要品牌月度份额（零售额）



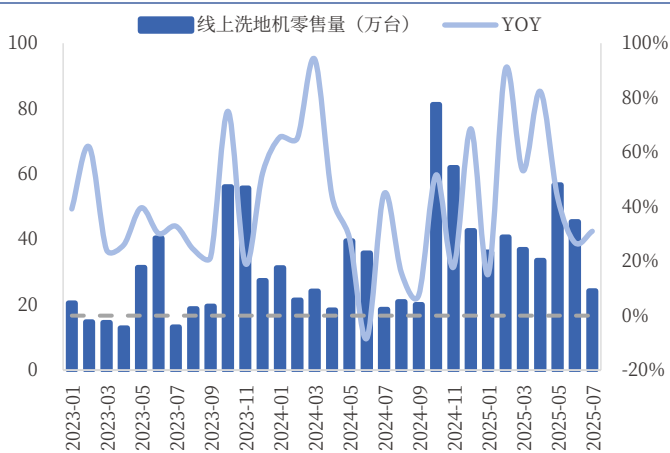
资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图17: 洗地机线上零售额 (月度)



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图18: 洗地机线上零售量 (月度)



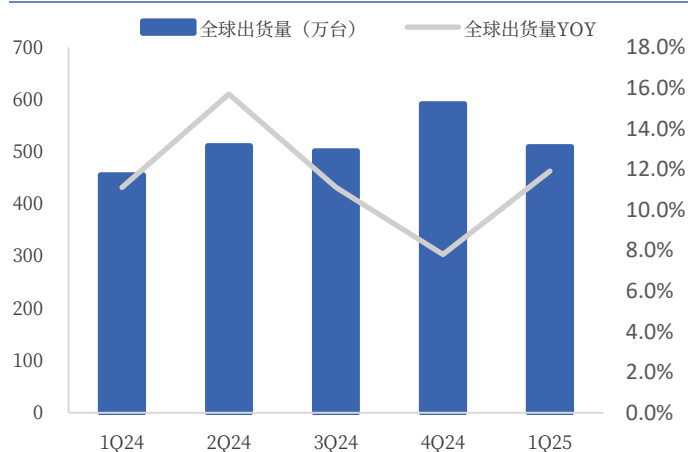
资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

(二) 全球扫地机市场中, 中国企业份额快速增长

IDC 数据显示, 2024 年全球智能扫地机市场全年出货量 2060 万台, 同比增长 11.2%; 中国出货量达 539 万台, 同比增长 6.7%, 其中 Q4 受到“国补”政策刺激, 出货 175 万台, 同比增长 28.2%; 海外出货量测算达 1521 万台, 同比增长 9.4%。2025Q1, 全球智能扫地机出货量 510 万台, 同比+11.9%; 其中中国出货量 119 万台, 同比+21.4%; 海外出货量测算达 391 万台, 同比+9.3%。

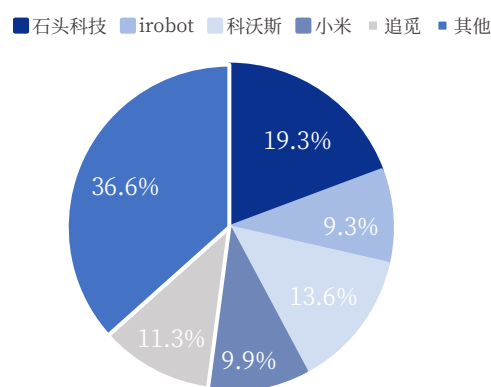
从市场竞争格局来看, 2024 年石头科技、irobot、科沃斯、小米、追觅在全球市场份额中分别占比 16.0%、13.7%、13.5%、9.7%和 8.0%。石头科技全球量额双第一, 出货量上首度超过 irobot。其出海优先布局对智能家居产品需求较高的发达国家市场, 线上线下并重, 研发销售同步发力。Irobot 2024 年全球出货量下滑 6.7%, 份额下滑 2.6%。产品在西欧、亚太市场受到中国厂商冲击, 市场空间遭挤压。其在新兴国家市场的本土化布局较为乏力, 产品线相对单一, 可能对长期增长构成一定制约。

图19: 扫地机器人全球出货量 (万台)



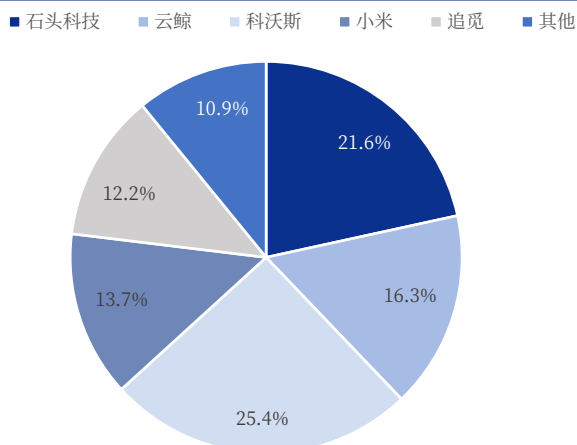
资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

图20: 2025Q1 扫地机器人全球市场品牌份额 (按台数)



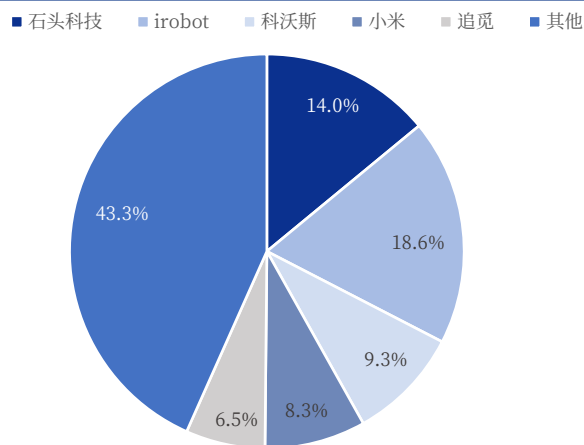
资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

图21：2024 年扫地机中国市场品牌份额（按台数）



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

图22：2024 年扫地机海外市场品牌份额（按台数）

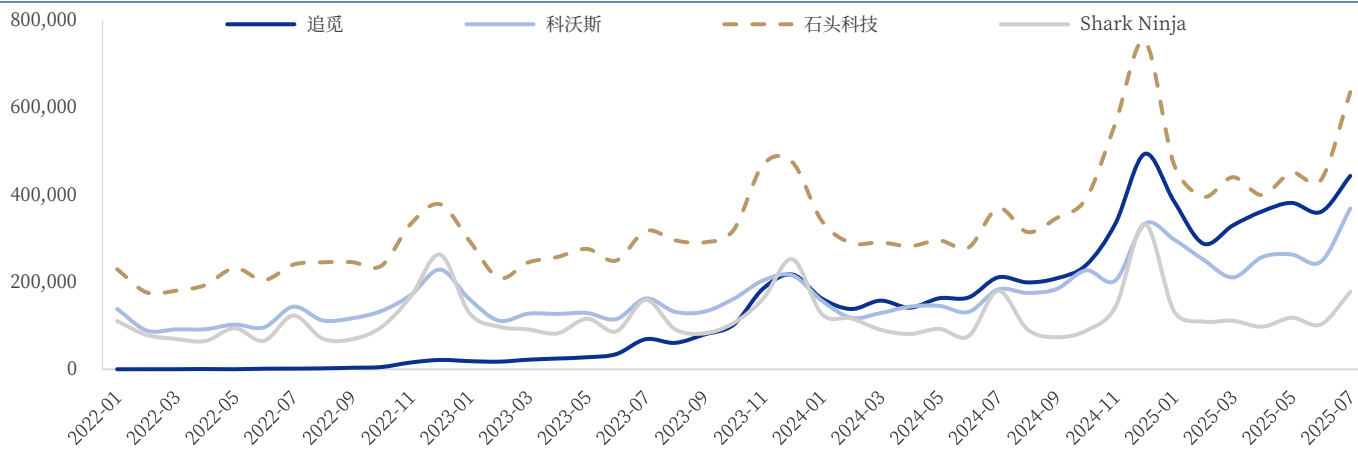


资料来源：IDC，中国银河证券研究院（注：中国扫地机品牌海外市场份额以其全球出货量*全球份额-中国出货量*中国份额后差值除以全球出货量-中国出货量方法测算。irobot 全球份额即为其海外市场份额）

根据 Sensor Tower 数据，从海外 APP 下载量角度看，追觅、石头、科沃斯的 APP 下载量快速增长，SharkNinja 的下载量增长缓慢，表明中国扫地机品牌海外的市场份额在快速增加。

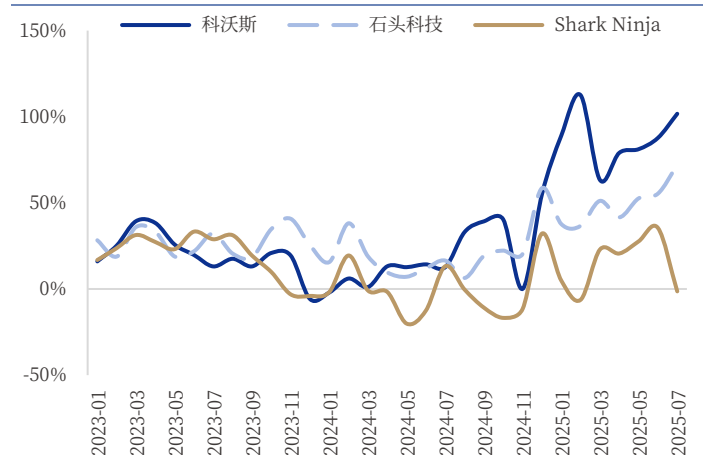
其中，科沃斯 2025H1 海外 APP 下载量同比增速明显改善，2023、2024 年仅同比+17%、+20%，2025Q1、Q2、7 月分别同比+88%、+82%、+102%。追觅目前重点在开拓海外市场，欧洲表现最好，其海外 APP 下载量 2025Q1、Q2、7 月分别同比+119%、+135%、+110%。石头科技海外 APP 下载量 2025Q1、Q2、7 月分别同比+42%、+50%、+72%。

图23：科沃斯、石头科技、SharkNinja、追觅 app 海外月度下载量



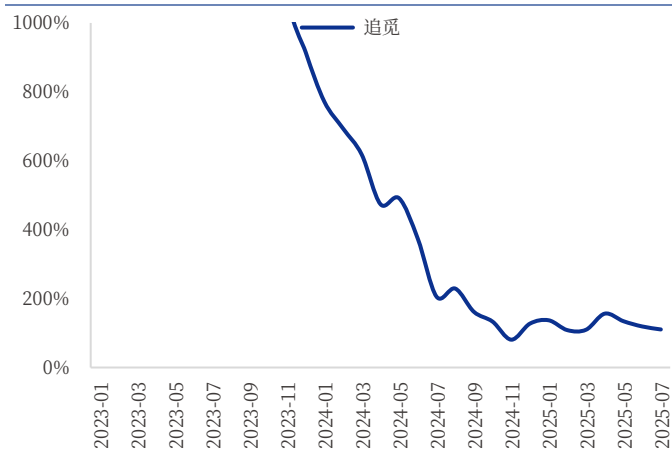
资料来源：Sensor Tower，中国银河证券研究院（注：海外指全球下载量与中国大陆下载量轧差值）

图24: 科沃斯、石头科技、SharkNinja 的 app 海外下载量月度 YOY



资料来源: Sensor Tower, 中国银河证券研究院

图25: 追觅 app 海外下载量月度 YOY



资料来源: Sensor Tower, 中国银河证券研究院 (注: 基数原因致 2023 年 1 月至 11 月追觅下载量月增速超过 1000%, 为便于后续观测增速变化, 未在图表中完全展示)

三、投资建议

我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 164.0/212.7/266.3 亿元，分别同比+37.3%/+29.7%/+25.2%，归母净利润 16.1/23.2/31.2 亿元，分别同比-18.7%/+44.5%/+34.5%，EPS 分别为 6.20/8.96/12.05 元每股，当前股价对应 29.5x/20.4x/15.2x P/E，维持“推荐”评级。

表2：主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,945	16,396	21,266	26,634
收入增长率%	38.0	37.3	29.7	25.2
归母净利润(百万元)	1,977	1,607	2,321	3,121
利润增速%	-3.6	-18.7	44.5	34.5
完全摊薄 EPS(元)	7.63	6.20	8.96	12.05
PE	24.0	29.5	20.4	15.2

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图26：公司历史估值区间（市盈率 TTM）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图27：公司历史估值区间（市盈率 预测）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

四、风险提示

国补政策持续性风险；美国关税风险；市场竞争加剧风险。

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	11,752	13,313	16,707	20,793
现金	1,464	2,757	4,922	7,620
应收账款	1,038	919	1,238	1,786
其它应收款	868	851	1,171	1,404
预付账款	98	124	160	196
存货	1,490	1,869	2,421	2,992
其他	6,794	6,795	6,795	6,796
非流动资产	5,732	5,755	5,789	5,766
长期投资	373	373	373	373
固定资产	1,373	1,379	1,405	1,391
无形资产	22	25	27	28
其他	3,964	3,979	3,984	3,974
资产总计	17,485	19,068	22,496	26,559
流动负债	4,427	4,602	5,869	7,043
短期借款	0	0	0	0
应付账款	2,825	2,722	3,576	4,342
其他	1,603	1,880	2,294	2,701
非流动负债	187	187	187	187
长期借款	0	0	0	0
其他	187	187	187	187
负债总计	4,615	4,789	6,056	7,230
少数股东权益	1	1	1	1
归属母公司股东权益	12,869	14,278	16,439	19,328
负债和股东权益	17,485	19,068	22,496	26,559

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,734	1,629	2,489	3,025
净利润	1,977	1,606	2,321	3,121
折旧摊销	162	198	235	269
财务费用	-184	3	3	3
投资损失	-151	-115	-149	-186
营运资金变动	-114	-178	177	-149
其他	46	114	-97	-33
投资活动现金流	-352	-136	-161	-92
资本支出	-293	-250	-309	-278
长期投资	-309	0	0	0
其他	250	115	149	186
筹资活动现金流	-800	-201	-164	-235
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-800	-201	-164	-235
现金净增加额	618	1,293	2,165	2,698

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	11,945	16,396	21,266	26,634
营业成本	5,956	8,584	10,988	13,583
税金及附加	80	141	183	230
销售费用	2,967	4,411	5,550	6,952
管理费用	346	400	518	649
研发费用	971	1,312	1,701	2,131
财务费用	-162	-26	-52	-95
资产减值损失	-95	-95	-108	-100
公允价值变动收益	45	0	0	0
投资收益及其他	354	280	364	455
营业利润	2,090	1,760	2,633	3,541
营业外收入	12	7	7	8
营业外支出	4	2	2	3
利润总额	2,098	1,765	2,638	3,547
所得税	121	159	317	426
净利润	1,977	1,606	2,321	3,121
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,977	1,607	2,321	3,121
EBITDA	2,097	1,937	2,820	3,720
EPS（元）	7.63	6.20	8.96	12.05

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	38.0%	37.3%	29.7%	25.2%
营业利润增长率	-9.8%	-15.8%	49.5%	34.5%
归母净利润增长率	-3.6%	-18.7%	44.5%	34.5%
毛利率	50.1%	47.6%	48.3%	49.0%
净利率	16.5%	9.8%	10.9%	11.7%
ROE	15.4%	11.3%	14.1%	16.1%
ROIC	14.0%	10.9%	13.7%	15.6%
资产负债率	26.4%	25.1%	26.9%	27.2%
净资产负债率	35.9%	33.5%	36.8%	37.4%
流动比率	2.65	2.89	2.85	2.95
速动比率	1.89	2.07	2.10	2.24
总资产周转率	0.75	0.90	1.02	1.09
应收账款周转率	18.20	16.76	19.72	17.61
应付账款周转率	2.75	3.10	3.49	3.43
每股收益	7.63	6.20	8.96	12.05
每股经营现金流	6.69	6.29	9.61	11.68
每股净资产	49.67	55.11	63.45	74.60
P/E	23.98	29.50	20.42	15.19
P/B	3.68	3.32	2.88	2.45
EV/EBITDA	21.99	23.15	15.13	10.75
PS	3.97	2.89	2.23	1.78

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、大消费组组长。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；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。《Extel》（原《机构投资者》）2025 年度“亚洲最佳本土券商评选，中国最佳分析师非必需消费品第一；中国香港最佳分析师非必需消费品第一。

杨策，家电行业分析师。伦敦国王大学理学硕士，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。

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

陆思源，家电行业分析师。加州大学圣地亚哥分校金融硕士，2023 年加入中国银河证券研究院，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	超配：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

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn