

疲于家空挑战赛，更需重视全球暖通新机遇

2025 年 08 月 29 日

核心观点

- **公司 2025 年中期业绩：**2025H1，营业收入 973.2 亿元，同比-2.5%，归母净利润 144.1 亿元，同比+2.0%；2025Q2 营业收入 558.2 亿元，同比-12.0%，归母净利润 85.1 亿元，同比-10.1%。公司业绩低于预期，主要是空调市场性价比需求占比提升，影响公司空调市场份额。2020-2022 年公司经历过激烈的渠道变革。市场快速变化，挑战者跃跃一试。
- **空调坚持中高端定位，市场份额承压：**1) 产业在线数据，2025H1，家用空调受益于国补，内销出货量 6654 万台，同比+9%；受工商业项目市场乏力以及地产后周期影响，中央空调中国市场销售额 564 亿元，同比-10.1%。2) 2025H1，公司消费电器（空调为主）762.8 亿元，同比-5.1%；毛利率 33.2%，同比-0.3pct，基本维持稳定。3) 受性价比需求占比提升影响，空调性价比产品销量占比明显提升。AVC 数据，2025Q2 家用空调线上 2,100 元以下的低端机销量占比首次超过 50%。格力坚持中高端定位，需求承压。公司线下首次推出性价比的晶弘空调，但推广规模小，影响不大。目前美的、海尔、海信、奥克斯等空调企业都采用多品牌运营方式，有针对线上的性价比品牌。
- **工业制品增长更快：**1) 2025H1，工业制品与绿色能源 95.9 亿元，同比+17.1%；主要是盾安环境，以及空调压缩机、电机、格力钛。2025H1 盾安环境营业收入 67.3 亿元，同比+6.1%。2) 内销、外销 711.6 亿元、163.4 亿元，分别同比-5.3%、+10.2%。海外空调销售自主品牌占比提升至近 70%。
- **当如何应对全球暖通空调产业的挑战与机遇：**1) 2025H1，公司归母净利润率 14.8%，是空调企业中最高的。考虑到非空调业务占比，公司空调业务利润率更高。这同公司长期中高端品牌定位，以及大量消费者对公司的品质认同匹配。2) 随着最近几年家用空调产业发展，空调二线企业快速增长，规模差距缩小，产业链成本差异减少。无论是线上的数字化营销，或者低层级市场的扁平化销售，发展出新的方式。公司虽然在推动渠道改革，但还有差距。3) 此外，暖通空调龙头未来的产业机会，主要是欧洲与新兴市场国家家用空调渗透率提升，美国工商业中央空调，欧洲暖通格局变化导致的热泵需求，以及数据中心液冷等新赛道。目前公司家用空调在一带一路国家自主品牌销售为主，但其他产业机会布局还需加强。
- **投资建议：**我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 1906/1963/2039 亿元，分别同比 +0.3%/+3.0%/+3.9%，归母净利润 326/336/350 亿元，分别同比 +1.2%/+3.2%/+4.3%，EPS 分别为 5.81/6.00/6.26 元每股，当前股价对应 7.3x/7.1x/6.8x P/E，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**国补退坡导致的需求不足风险；市场竞争风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	190,038	190,559	196,268	203,915
收入增长率%	-7.3	0.3	3.0	3.9
归母净利润(百万元)	32,185	32,558	33,607	35,040
利润增长率%	10.9	1.2	3.2	4.3
摊薄 EPS(元)	5.75	5.81	6.00	6.26
PE	7.41	7.33	7.10	6.81

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

格力电器（股票代码：000651）

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 29 日

股票代码	000651
A 股收盘价(元)	42.60
上证指数	3,857.93
总股本(万股)	560,141
实际流通 A 股(万股)	551,516
流通 A 股市值(亿元)	2,349

相对沪深 300 表现图

2025 年 08 月 29 日



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

一、公司经营情况

(一) 公司业务拆分

25H1，公司实现营业收入 973.2 亿元，同比-2.5%。

分产品来看，25H1 消费电器/工业制品及绿色能源/智能装备/其他主营/其他业务分别实现收入 762.8/95.9/3.1/13.1/98.3 亿元，分别同比-5.1%/+17.1%/+20.9%/+16.6%/-0.1%。

分区域来看，25H1 内销/外销分别实现收入 711.6/163.4 亿元，分别同比-5.3%/+10.2%。

表1：公司营业收入拆分

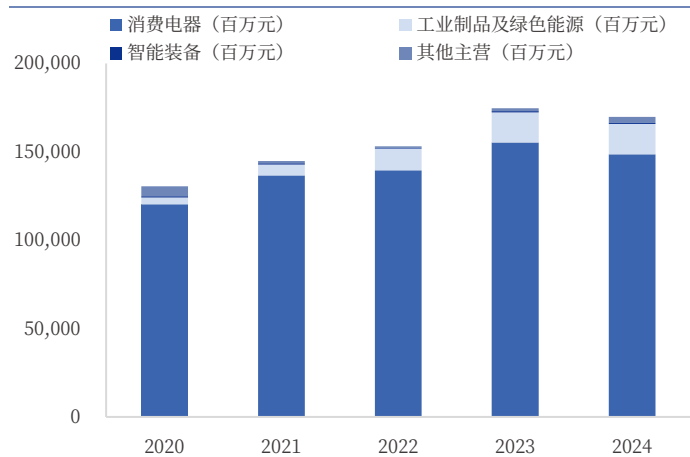
		2022	2023	2024	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1
按产品	营业收入（百万元）	188,988	203,979	189,164	99,237	104,742	99,783	89,381	97,325
	消费电器	139,427	155,218	148,560	72,175	83,044	80,371	68,189	76,279
	工业制品及绿色能源	12,300	17,109	17,246	8,403	8,707	8,188	9,058	9,591
	智能装备	432	670	424	248	422	260	164	314
	其他主营	1,006	1,568	3,485	902	666	1,124	2,361	1,310
	其他业务	35,823	29,414	19,448	17,509	11,904	9,840	9,609	9,830
	营业收入 YOY	0.6%	7.9%	-7.3%	4.2%	11.7%	0.6%	-14.7%	-2.5%
	消费电器	2.1%	11.3%	-4.3%	1.8%	21.2%	11.4%	-17.9%	-5.1%
	工业制品及绿色能源	101.6%	39.1%	0.8%	74.5%	16.3%	-2.6%	4.0%	17.1%
	智能装备	-49.6%	55.0%	-36.7%	23.7%	82.1%	5.0%	-61.1%	20.9%
	其他主营	-21.8%	55.8%	122.3%	121.2%	11.3%	24.6%	254.7%	16.6%
	其他业务	-16.7%	-17.9%	-33.9%	-7.2%	-29.7%	-43.8%	-19.3%	-0.1%
	毛利率	26.0%	30.6%	29.4%	28.7%	32.3%	30.5%		28.5%
	消费电器	32.5%	37.0%	34.9%	35.7%	38.2%	34.8%		33.2%
	工业制品及绿色能源	17.6%	18.6%	15.7%	25.6%	11.9%	24.5%		20.1%
	智能装备	29.8%	31.3%	26.0%	29.0%	32.7%	26.4%		25.4%
	其他主营	3.8%	14.7%	15.8%	17.1%	11.5%	17.3%		16.2%
	其他业务	4.5%	4.4%	2.2%	2.4%	7.4%	1.6%		1.9%
按区域	营业收入（百万元）	188,988	203,979	189,164	99,237	104,742	99,783	89,381	97,325
	国内	129,895	149,662	141,513	68,908	80,754	75,119	66,394	71,160
	国外	23,271	24,904	28,203	12,819	12,084	14,825	13,378	16,335
	其他业务	35,822	29,414	19,448	17,509	11,904	9,840	9,609	9,830
	YOY	0.6%	7.9%	-7.3%	4.2%	11.7%	0.6%	-14.7%	-2.5%
	国内	6.2%	15.2%	-5.4%	10.1%	20.0%	9.0%	-17.8%	-5.3%
	国外	3.3%	7.0%	13.2%	-6.7%	26.7%	15.6%	10.7%	10.2%
	其他业务	-16.7%	-17.9%	-33.9%	-7.2%	-29.7%	-43.8%	-19.3%	-0.1%
	毛利率	26.0%	30.6%	29.4%	28.7%	32.3%	30.5%		30.5%
	国内	34.1%	36.8%	34.2%	37.1%	36.6%	36.7%		34.6%
	国外	14.4%	23.8%	24.0%	20.0%	27.8%	18.2%		18.1%
	其他业务	4.5%	4.4%	2.2%	2.4%	7.4%	1.6%		1.9%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

注 1：消费电器=空调+生活电器，工业制品及绿色能源=工业制品+绿色能源

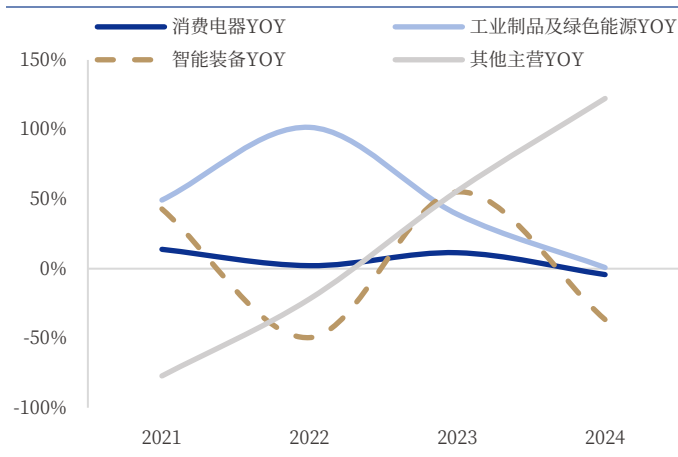
注 2：2024 年会计政策调整对毛利率造成影响，将原计入“销售费用”的保证类产品质保费计入“主营业务成本”、“其他业务成本”等科目，列报于利润表“营业成本”项目中。2024H1 毛利率仍采用原会计政策。

图1：公司主营业务收入拆分（年度，按产品）



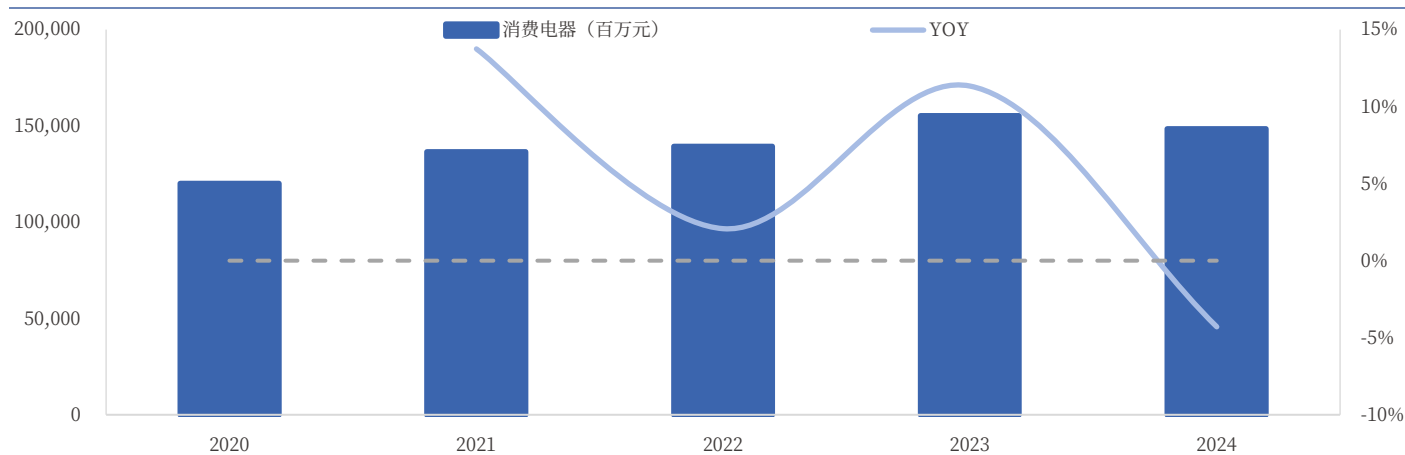
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：公司主营业务收入拆分 YOY（年度，按产品）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

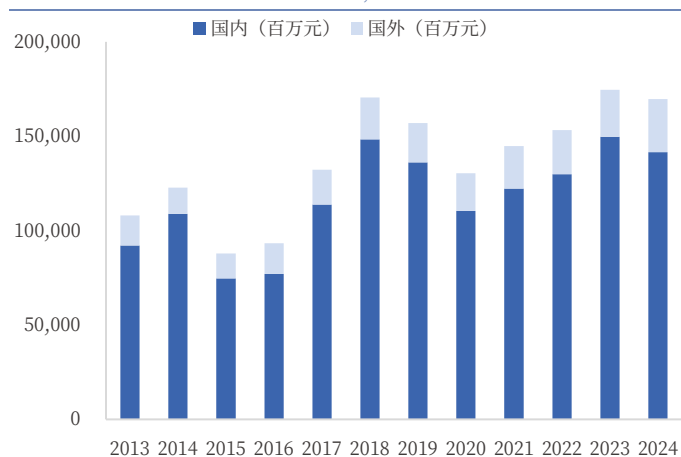
图3：公司消费电器业务收入及同比增速（年度）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

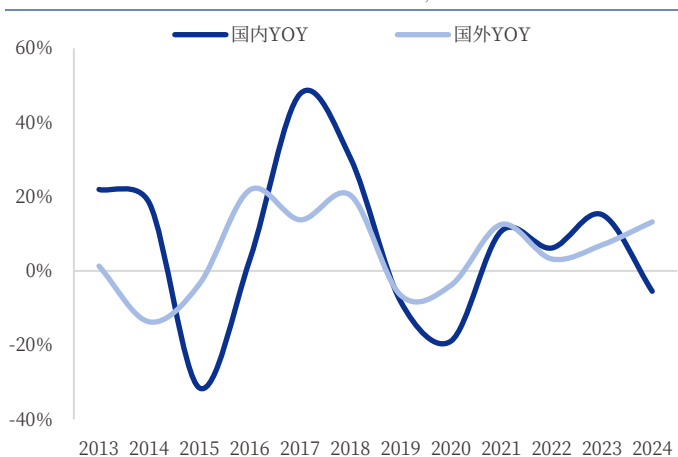
注：消费电器=空调+生活电器

图4：公司主营业务收入拆分（年度，按区域）



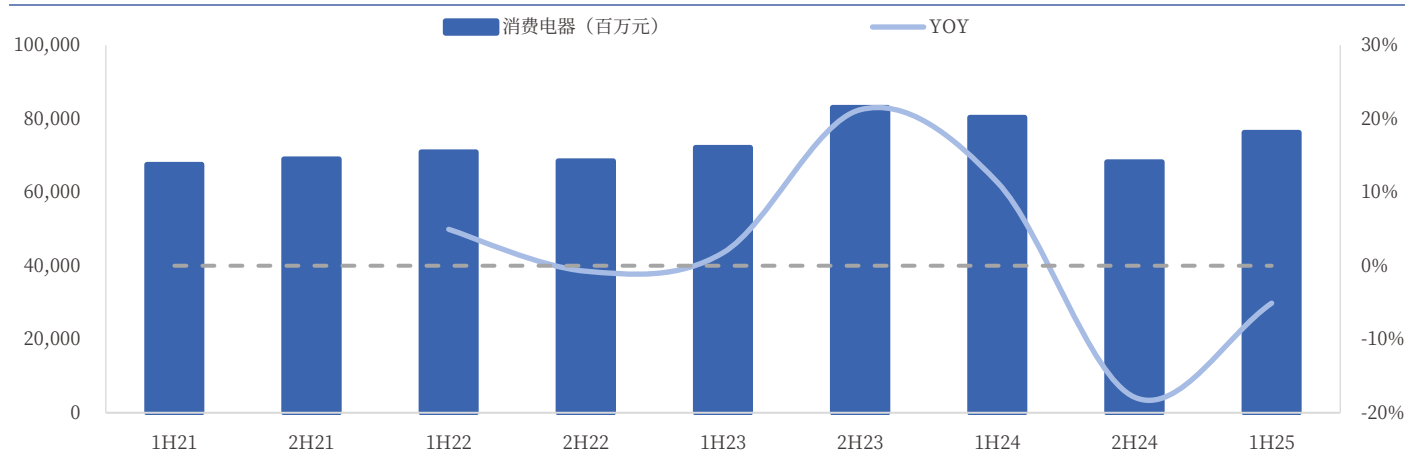
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：公司主营业务收入拆分 YOY（年度，按区域）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

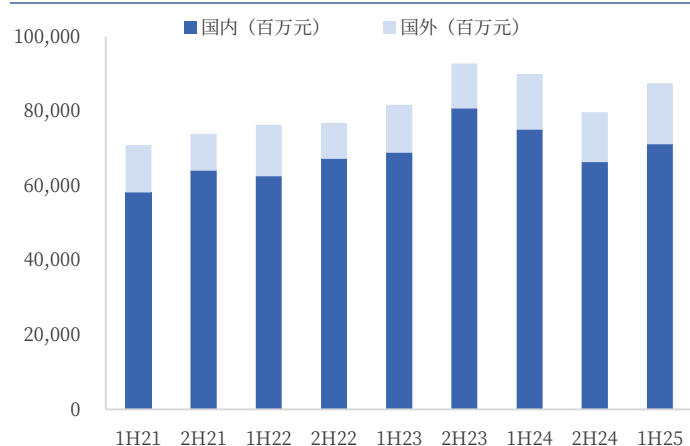
图6：公司消费电器业务收入及同比增速（半年度）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

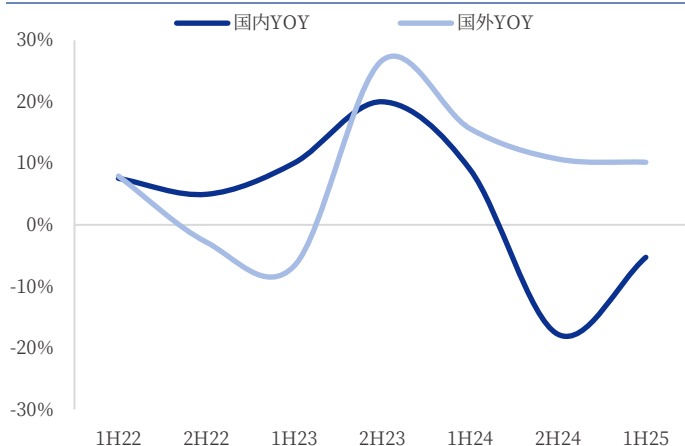
注：消费电器=空调+生活电器

图7：公司主营业务收入拆分（半年度，按区域）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：公司主营业务收入拆分 YOY（半年度，按区域）

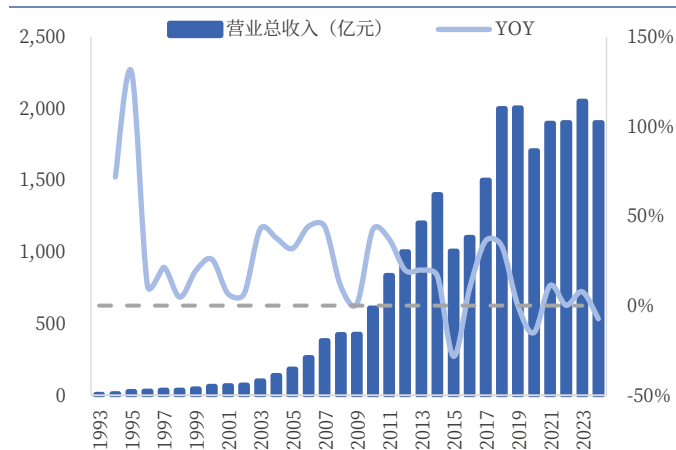


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）公司主要财务

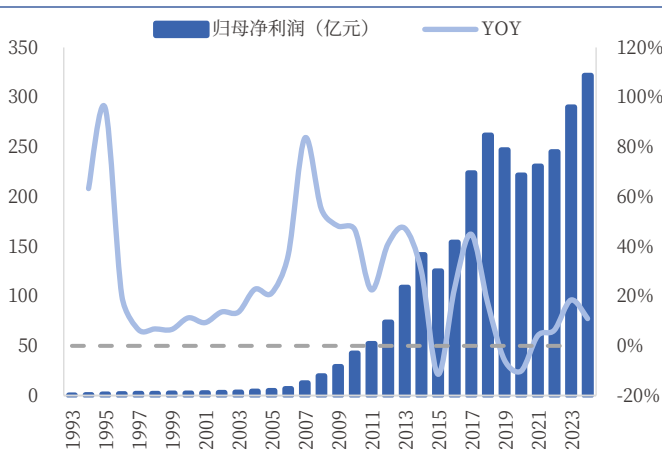
2024 年，公司实现营业总收入 1900 亿元，同比-7.3%，归母净利润 322 亿元，同比+10.9%。ROE-平均为 25.3%，同比-1.9 pct；销售毛利率为 29.43%，同比-1.1 pct；归母净利率为 16.9%，同比+2.8 pct；分红率为 52.1%，同比+6.8 pct。

图9：公司营业总收入（年度）



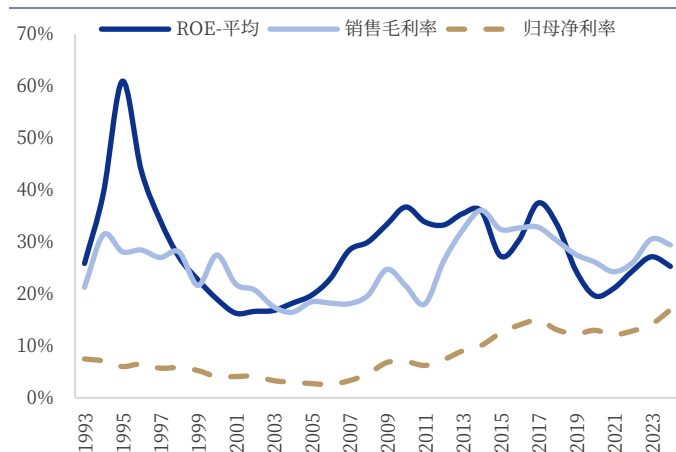
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图10：公司归母净利润（年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图11：公司 ROE-平均、销售毛利率、归母净利率（年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

注：2024 年会计政策

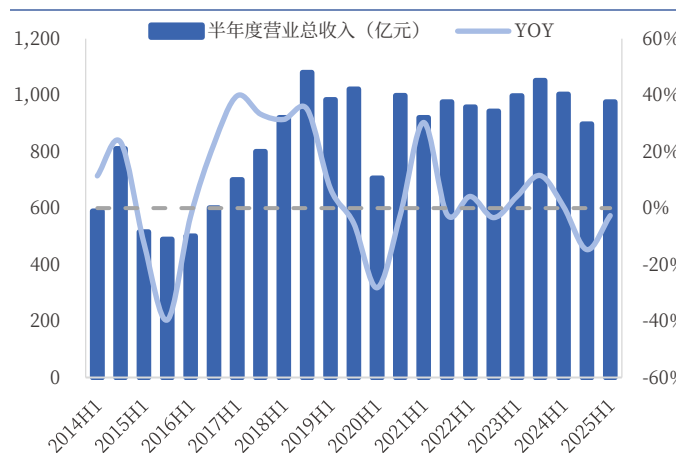
图12：公司分红率（年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

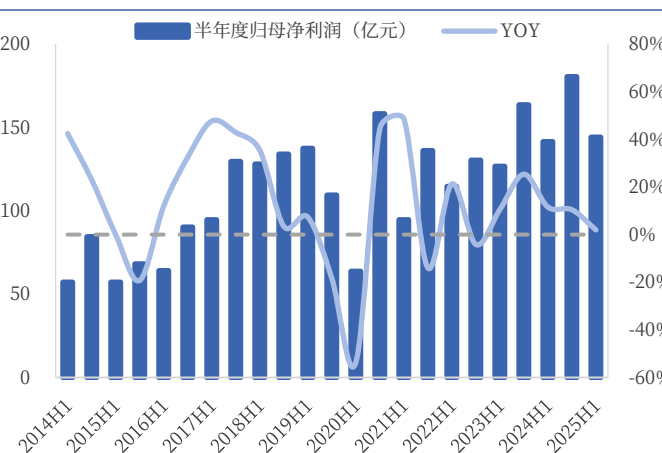
25H1，公司实现营业总收入 976 亿元，同比-2.7%；归母净利润 144 亿元，同比+2%。2025 年上半年末，公司共有其他流动负债-销售返利 490 亿元，同比-2%。

图13：公司营业总收入（半年度）



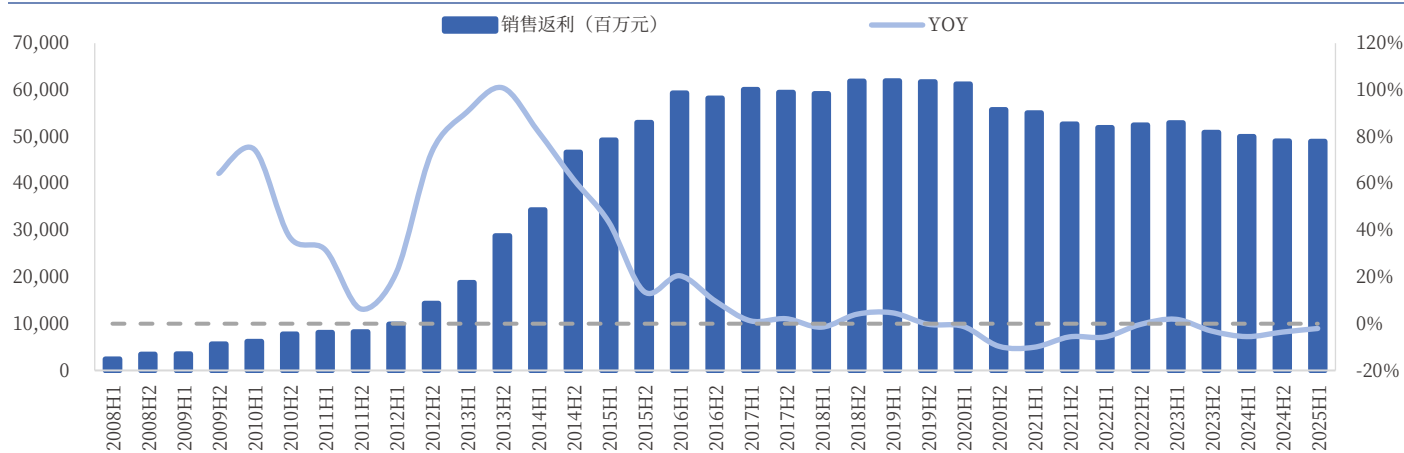
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图14：公司归母净利润（半年度）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

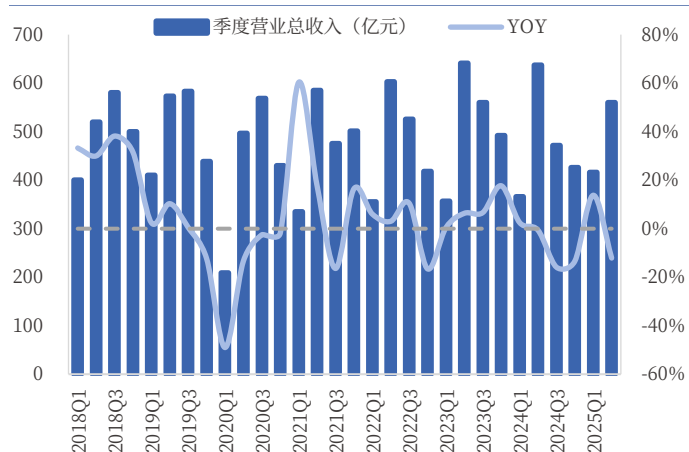
图15: 公司其他流动负债-销售返利 (半年度)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

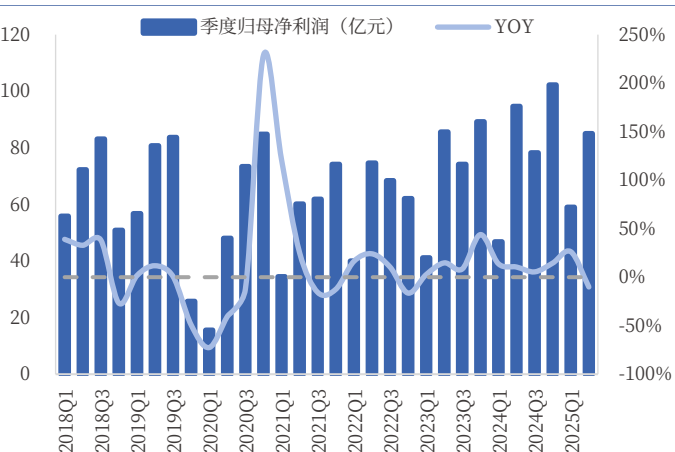
公司于 25Q1/25Q2 分别实现营业总收入 416/560 亿元, 分别同比+13.8%/-12.1%; 归母净利润 59/85 亿元, 分别同比+26.3%/-10.1%。

图16: 公司营业总收入 (季度)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图17: 公司归母净利润 (季度)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

(三) 重要子公司数据

公司重要子公司盾安环境 25H1 实现营收 67.3 亿元, 同比+6%; 归母净利润 5.4 亿元, 同比+12.9%。

分产品来看, 25H1 制冷配件/制冷设备/汽车热管理分别实现收入 54.1/4.8/4.8 亿元, 分别同比+8.8%/-31.4%/+81.8%。

表2：盾安环境营业收入拆分及归母净利润

	2023	2024	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1
营业收入（百万元）	11,382	12,678	5,573	5,809	6,346	6,333	6,729
制冷配件	8,456	9,612	4,298	4,158	4,974	4,638	5,412
制冷设备	1,646	1,496	685	962	705	791	483
汽车热管理	473	812	137	336	265	547	481
其他业务	807	759	453	354	402	357	353
营业收入 YOY	11.5%	11.4%	14.0%	9.2%	13.9%	9.0%	6.0%
制冷配件	8.7%	13.7%	9.7%	7.8%	15.7%	11.5%	8.8%
制冷设备	10.5%	-9.2%	-1.0%	20.5%	2.9%	-17.8%	-31.4%
汽车热管理	136.5%	71.7%	158.5%	128.6%	93.2%	62.9%	81.8%
其他业务	8.6%	-6.0%	98.1%	-31.2%	-11.3%	0.8%	-12.2%
毛利率	19.2%	18.2%	19.2%	19.2%	18.0%	18.4%	17.3%
制冷配件	19.4%	18.6%	20.1%	18.8%	18.5%	18.7%	17.8%
制冷设备	24.7%	21.1%	25.3%	24.3%	22.2%	20.1%	18.9%
汽车热管理	22.4%	23.1%	17.4%	24.4%	21.1%	24.1%	20.9%
其他业务	3.5%	2.7%	2.4%	4.9%	2.3%	3.1%	3.2%
归母净利润（百万元）	738	1,045	329	409	474	571	535
归母净利润 YOY	-11.5%	41.6%	-44.2%	67.1%	44.0%	39.6%	12.9%

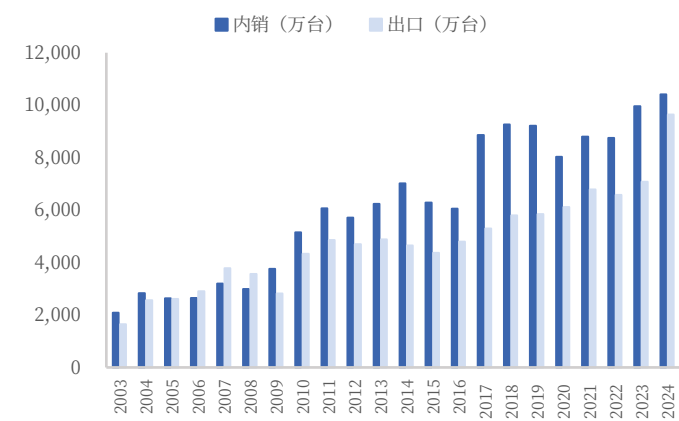
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、暖通空调产业短期有压力，长期向好

（一）家用空调：7 月内销出货量表现亮眼

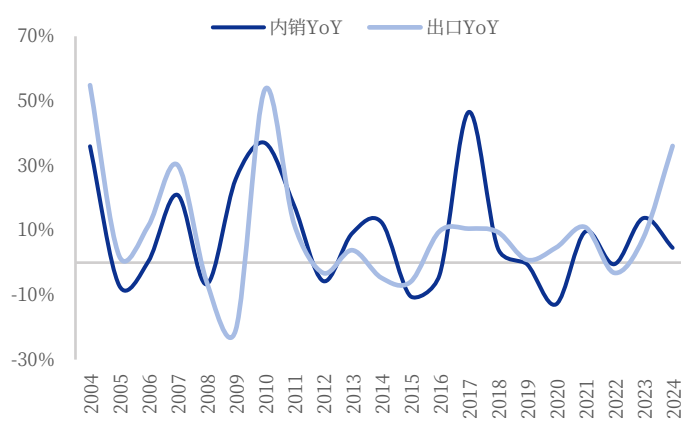
2024 年家用空调是景气的一年。内销在 2024 年第四季度受益于国家补贴政策刺激，全年实现增长。产业在线数据，2024 年家用空调累计内销规模达 10415 万台，同比增长 4.57%，其中 4Q2024 内销量同比+24%，政策补贴刺激效果显著。出口方面，2024 年出口 9641 万台，同比增长 36.08%，表现超预期。

图18：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19：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

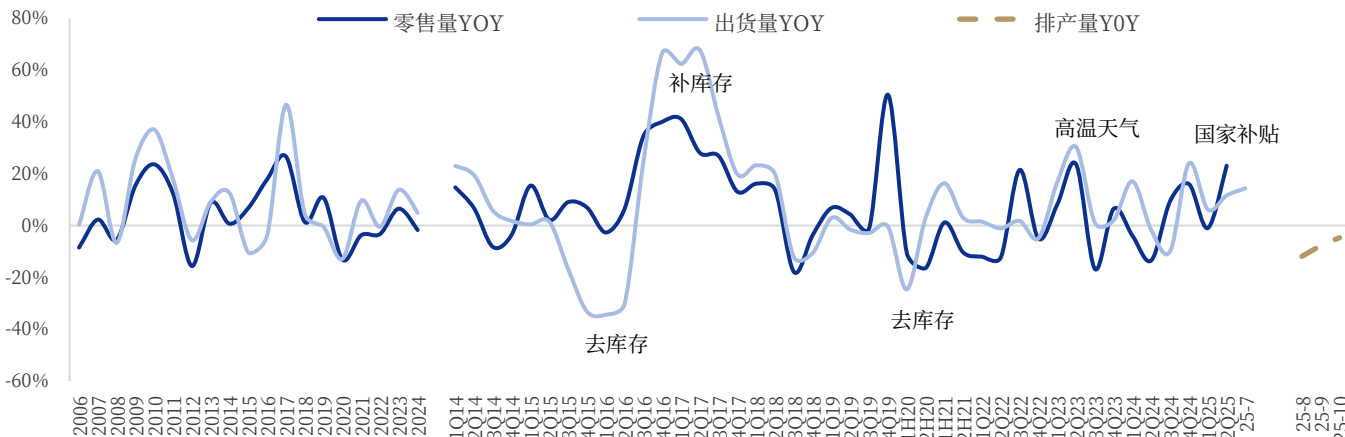
7 月空调内销出货量表现亮眼，后续预计将有压力。

1) 产业在线数据，2025 年 7 月空调内销出货量 1058 万台，同比+14.3%，主要受全国多地持续性高温驱动。

2) 后续几个月空调内销预计将有压力。一方面，8 月进入雨季，频繁的降雨天气将对空调的需求以及安装造成影响；另一方面，以旧换新政策力度支撑力度减弱，且未来还将面临去年同期的高基数影响。产业在线数据，8、9、10 月空调内销排产量较去年出货实绩分别-11.9%、-7.7%、-4.7%。

3) 全年来看，产业在线预测 2025H2 家用空调内销出货量约 4071 万台，同比-6%；2025 全年内销出货量约 10725 万台，同比+3%。

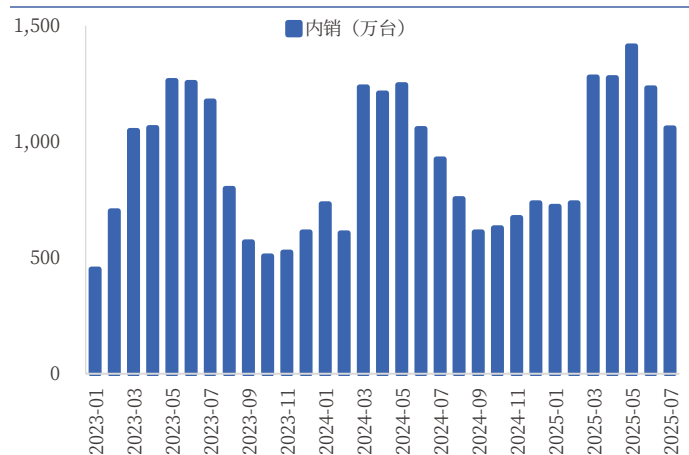
图20：中国家用空调市场零售量与出货量周期



资料来源：产业在线，奥维云网 AVC，中国银河证券研究院

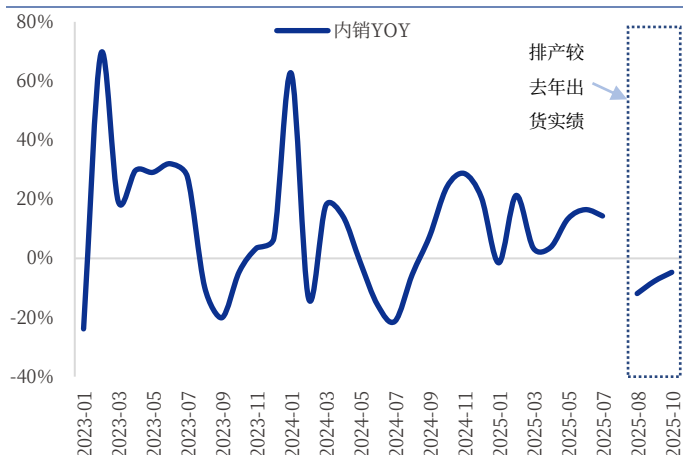
备注：排产量 YOY 指内销排产较去年同期内销出货实绩变化

图21: 家用空调内销出货量 (月度)



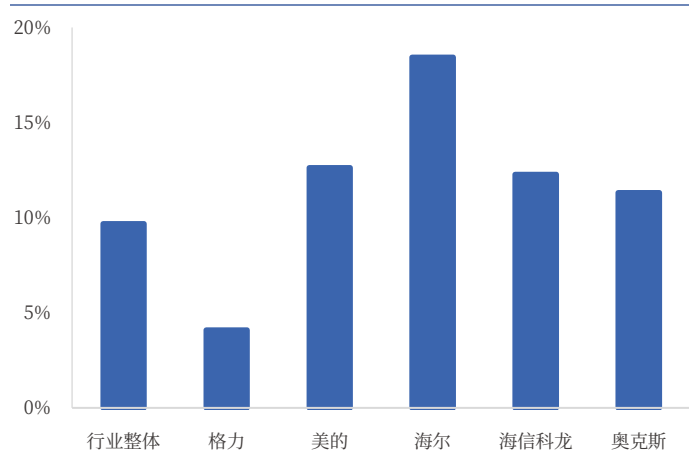
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图22: 家用空调内销出货量及排产同比增速 (月度)



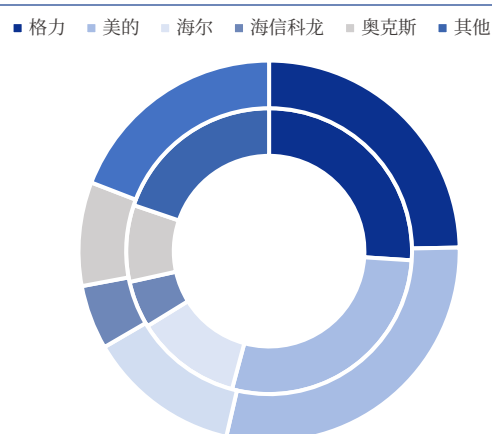
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图23: 家用空调主要公司内销出货量增速 (25.1-7)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

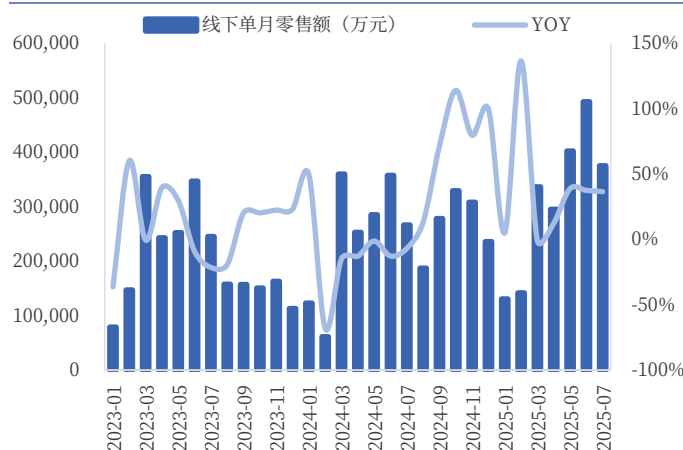
图24: 家用空调主要公司内销出货量份额 (外/内, 25/24 M1~7)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

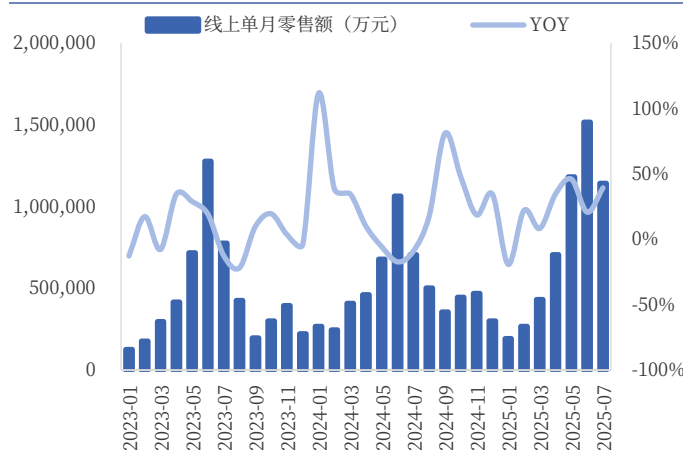
国补政策拉动下, 空调终端需求持续向好。从零售端来看, 2024年上半年我国空调零售市场规模呈现下滑; 2024年8月以来, 各地国补政策逐步落实, 空调零售市场重新焕发活力, 8-12月空调线上、线下零售额始终保持两位数以上的同比增速, 终端需求持续向好。进入2025年, 随着政策宣传力度加强, 零售端整体延续增长态势, 2025年6月空调线上、线下零售额规模分别同比+20.8%、+37.4% (奥维云网数据)。

图25：空调线下零售市场零售额监测（月度）



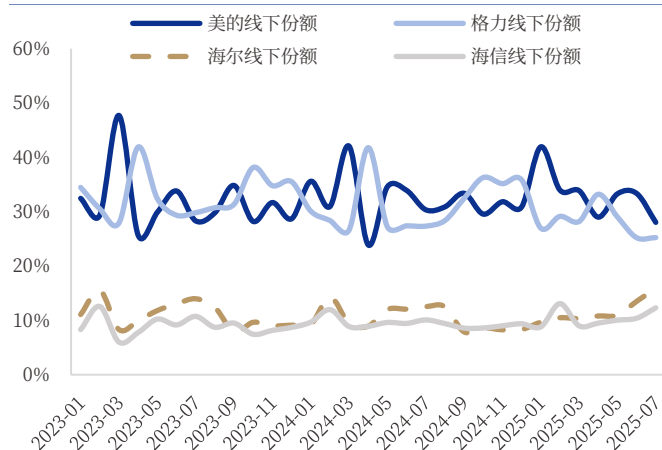
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图26：空调线上零售市场零售额监测（月度）



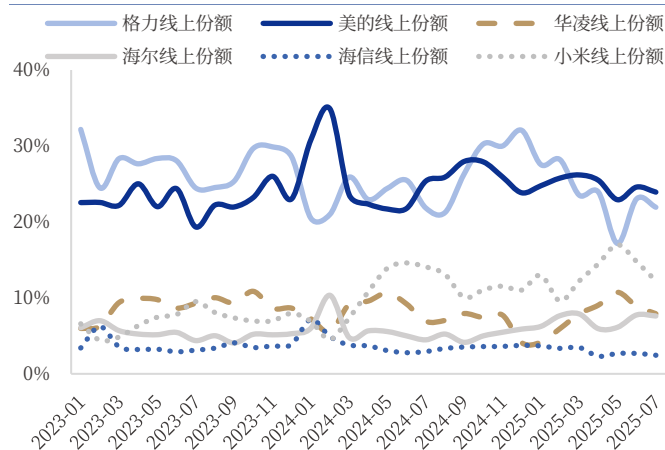
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图27：空调线下零售市场主要品牌零售额份额（月度）



资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图28：空调线上零售市场主要品牌零售额份额（月度）



资料来源：AVC，中国银河证券研究院

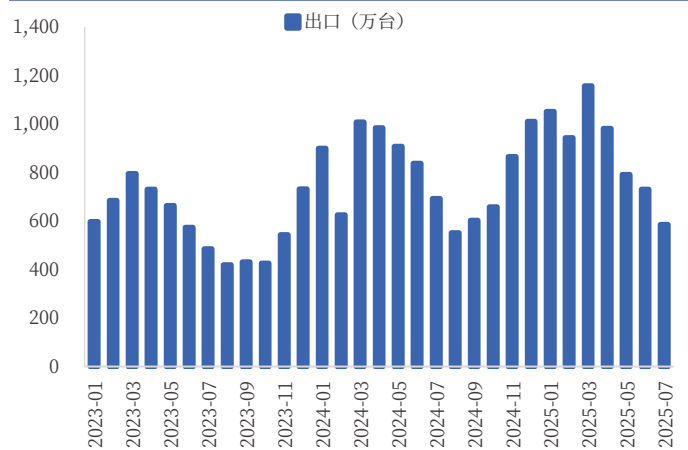
（二）5月以来空调出口出货量持续下滑，关注企业海外生产基地。

1) 产业在线数据，2025年7月空调出口出货量585万台，同比-15.5%；8、9、10月家用空调出口排产较去年同期出口实绩-14.7%、-16.6%、-3.3%，继续反映了美国订单转移到海外，出口同比基数偏高的预期。

2) 全年来看，产业在线预测2025H2家用空调出口出货量约3925万台，同比-10%；2025全年出口出货量约9581万台，同比-1%。

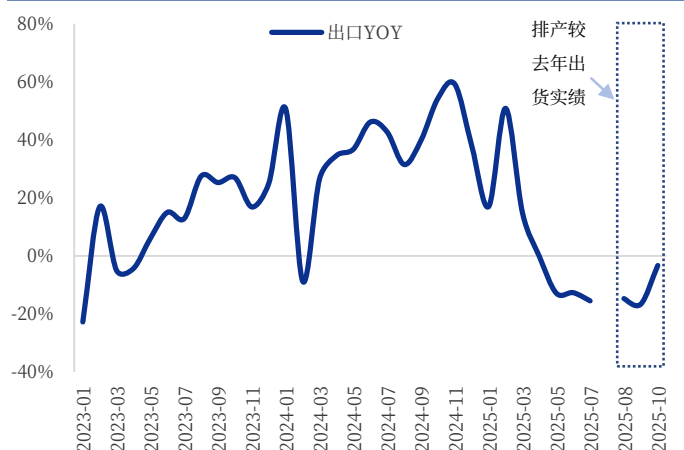
3) 空调龙头全球生产基地分布广泛，其中泰国是除中国外主要的空调生产基地，2024年美国空调类产品（SITC 7415）进口中从泰国进口占8.8%。美国关税风险有一定影响，但对于优质上市公司，海外供应链建设能够对冲风险。

图29：家用空调出口出货量（月度）



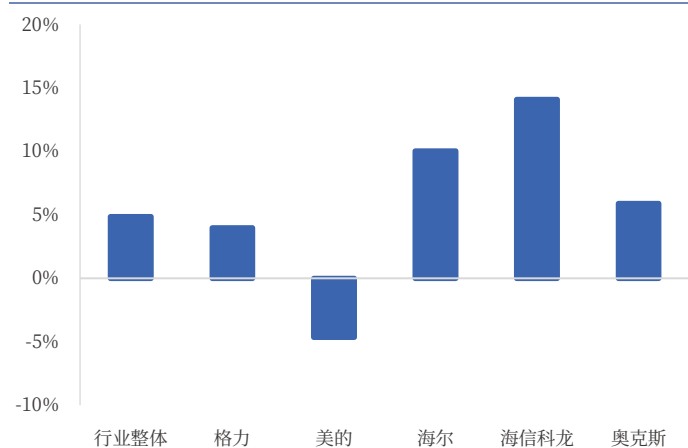
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图30：家用空调出口出货量及排产同比增速（月度）



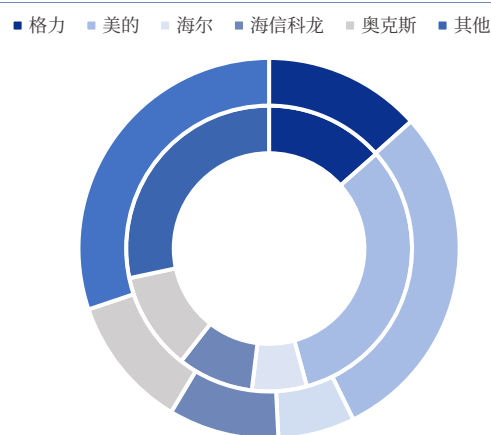
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图31：家用空调主要公司出口出货量增速（25.1-7）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图32：家用空调主要公司出口出货量份额（外/内，25/24 M1~7）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

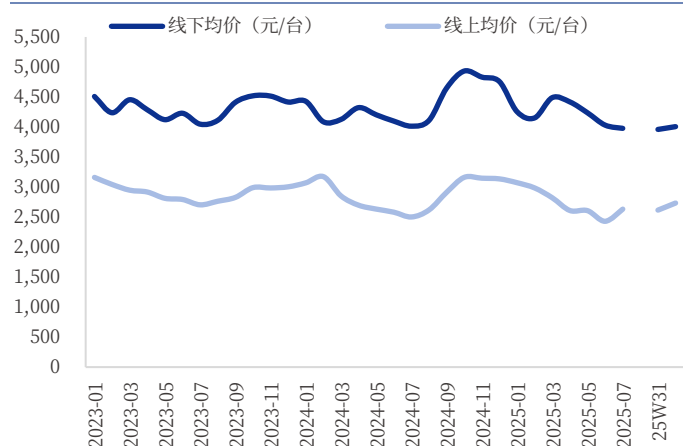
（三）家用空调线上均价明显改善

1) 线下市场零售均价自4月以来持续下行，7月达到3978元/台，较4月-10.0%。线上市场零售均价年初以来逐月下降，自618后开始改善，7月达到2632元/台，环比6月+8.3%，25W32（8.4-8.10）继续上涨至2733元/台。

2) 小米品牌自2024年第三季度以来致力于提高盈利能力，零售均价略偏高，性价比不明显。618后线上零售均价快速回升，25W32达到2685元/台，较6月均价+23.6%。小米空调线上零售额份额已有接近一年维持在14%左右波动，不再连续环比提升。

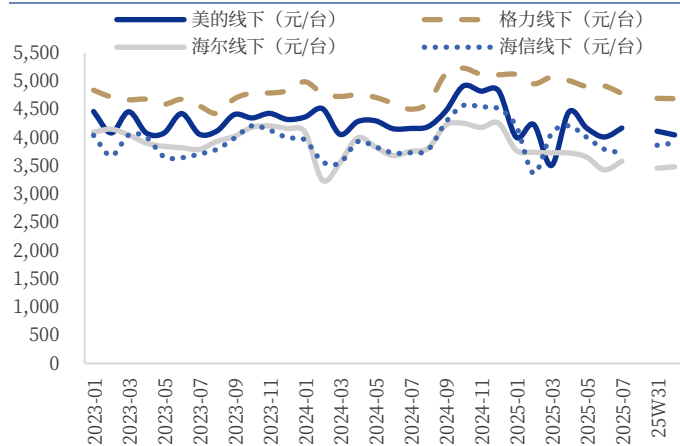
3) 2019-2021年空调零售市场竞争激烈。2022-2024年美的、格力注重提升盈利能力，空调行业竞争格局转好，在此期间空调二三线公司普遍利润率提升，市场份额提升。本轮价格下降，是美的借助华凌品牌提升市场份额导致。但618之后竞争压力明显缓和，25W32（8.4~8.10）华凌线上零售均价已达到2560元/台，较6月均价+24.7%，其余品牌线上零售均价均有不同程度的改善。

图33: 空调线下、线上零售均价



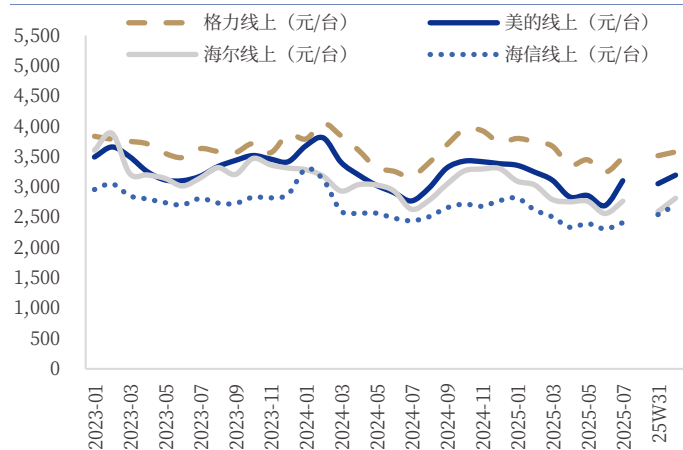
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W32 指 25.8.4-8.10, 依次类推)

图34: 空调线下零售市场各品牌零售均价



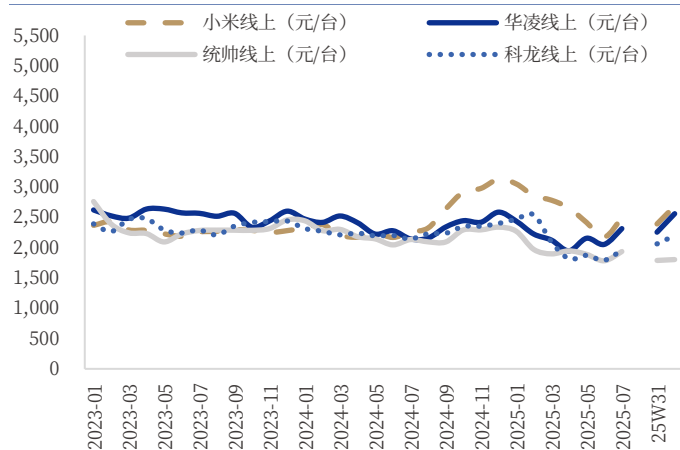
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W32 指 25.8.4-8.10, 依次类推)

图35: 空调线上零售市场各品牌零售均价 (主品牌)



资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W32 指 25.8.4-8.10, 依次类推)

图36: 空调线上零售市场各品牌零售均价 (互联网品牌)



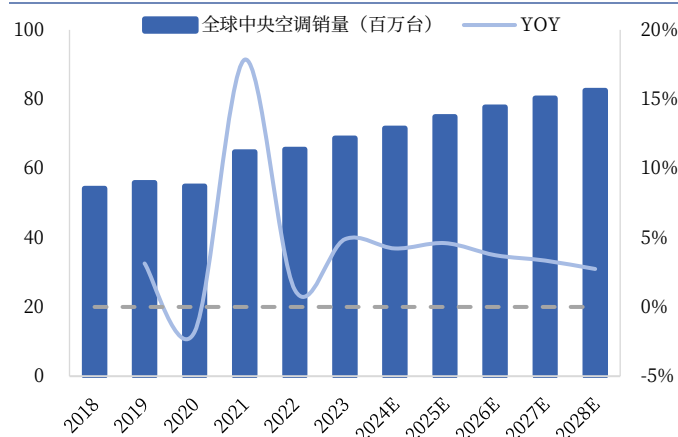
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W32 指 25.8.4-8.10, 依次类推)

(四) 中央空调内销有压力, 但出口保持增长

中央空调形式多样, 产品丰富, 主要有家用 (多联机、单元机等) 和商用 (离心机、螺杆机等) 两类场景。据 Frost & Sullivan, 2023 年全球中央空调销售额达到 5217 亿元, 呈现稳步增长趋势。

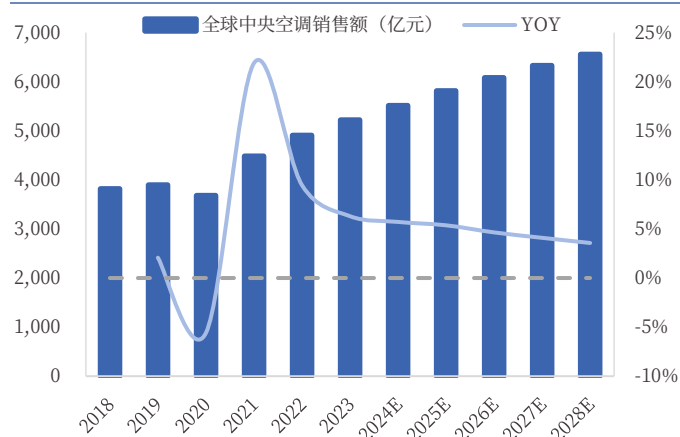
2000-2010 年代, 中国的城镇化进程中家用空调的渗透率快速提升, 工业化发展带动中央空调需求增长, 为全球市场贡献了长期且巨大的增量。2020 年后, 美国制造业回流刺激中央空调需求, 以及全球数据中心大规模建设带动的冷水机组需求增长。

图37: 全球中央空调销量 (年度)



资料来源: Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院

图38: 全球中央空调销售额 (年度)

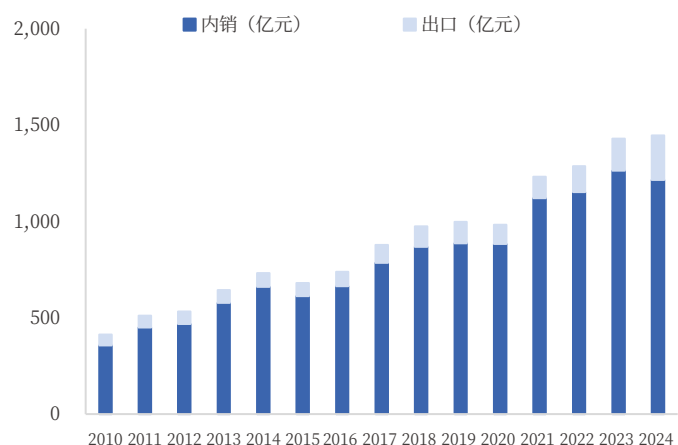


资料来源: Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院

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 1-6 月中央空调内销规模为 564 亿元, 同比下降 10.1%, 其中 6 月同比-57.8%, 预计 25H2 同比-17.3%。受到家用空调政府补贴后高性价比的影响, 家用中央空调市场竞争也在加剧。

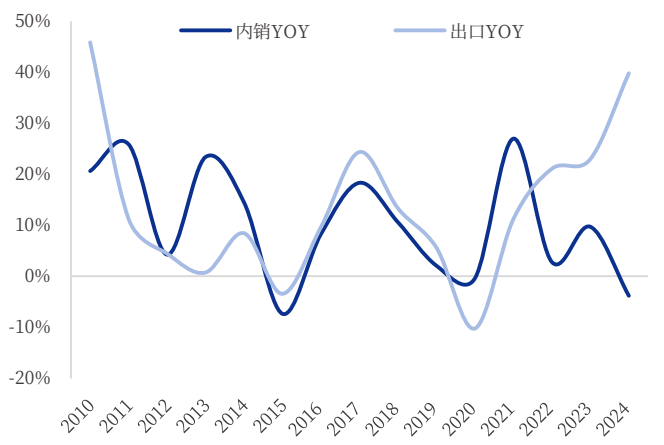
中国企业全球竞争力提升, 份额提升带动出口近年较好增长。产业在线数据, 2024 年中央空调出口额达 232 亿元, 同比增长 39.8%; 2025 年 1-6 月, 出口销售额达 127 亿元, 同比增长 22.2%, 其中 6 月同比-9.9%。

图39: 中央空调内销、出口规模 (年度)



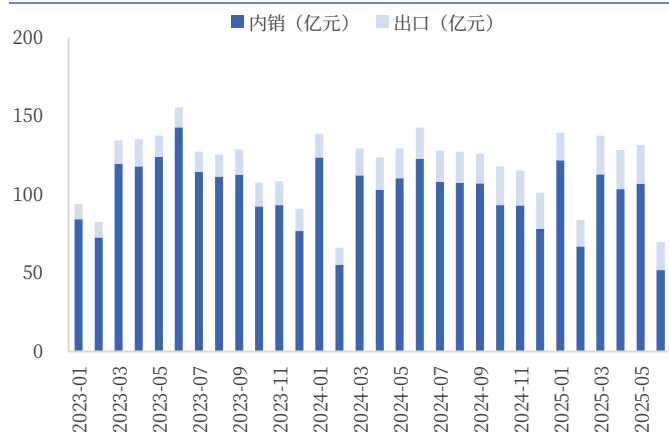
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图40: 中央空调内销、出口规模同比增速 (年度)



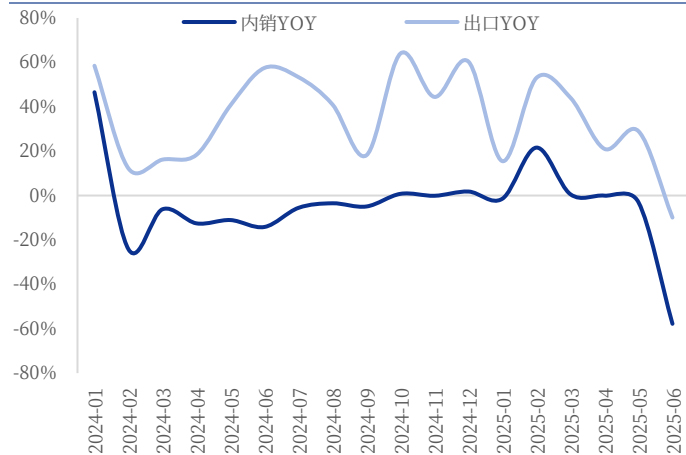
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图41：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42：中央空调内销、出口规模同比增速（月度）



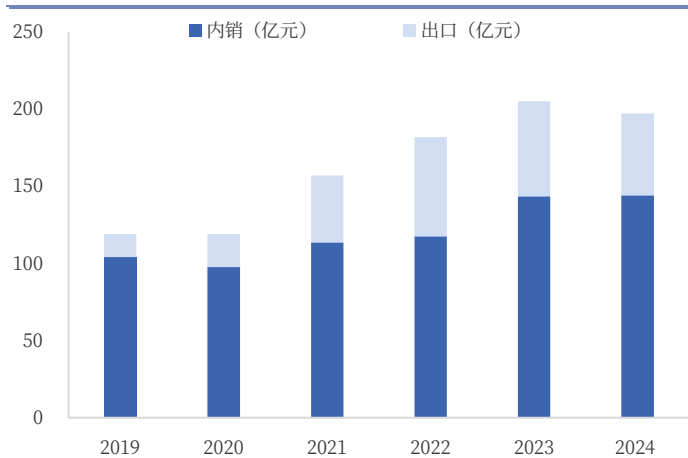
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（五）热泵：国内推动热泵行业高质量发展，出口见底反弹

内销方面，热泵内销 2024 年表现一般，2025 年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 1-6 月内销额达 68 亿元，同比-9.4%，其中 6 月同比-34.4%；2025H2 内销额预计 95.4 亿元，同比+1%；2025 全年内销额预计 162.9 亿元，同比-3%。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。

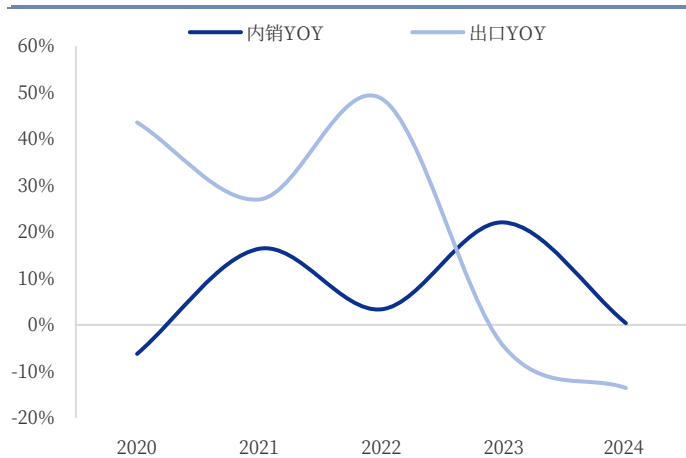
出口方面，欧洲热泵补贴政策的剧烈波动，导致热泵出口过去两年面临大力度去库存周期。2024 年下半年起，欧美热泵逐步走出去库周期，单月增速逐步改善。由于同比基数偏低，2025 年 1-6 月热泵出口同比增长 20.2%。展望未来，预计随着欧洲部分国家补贴重启，热泵出口有望延续改善。产业在线预测 2025H2 热泵出口额预计达 20 亿元，同比+6%；2025 全年出口额预计 50.5 亿元，同比+14%。

图43：热泵内销、出口规模（年度）



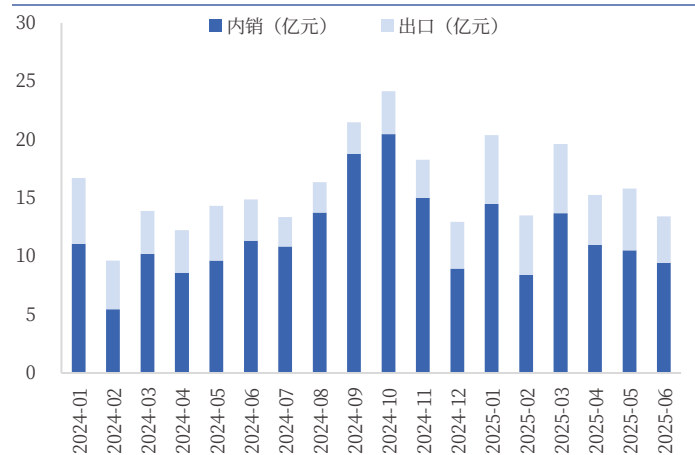
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图44：热泵内销、出口规模同比增速（年度）



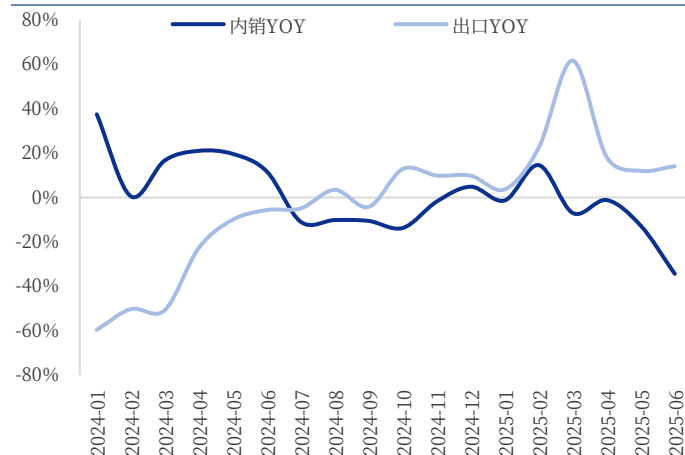
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图45：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46：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、投资建议

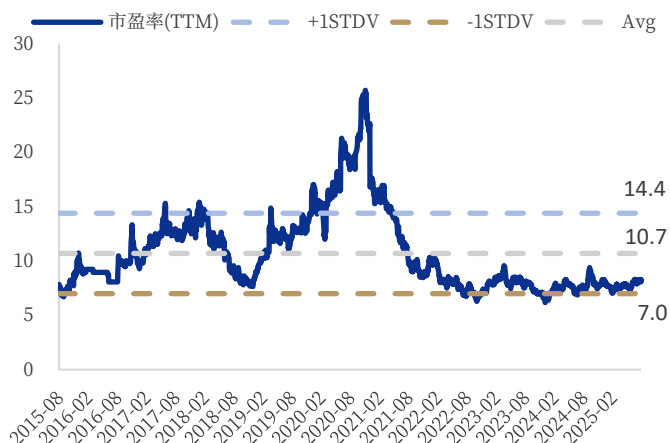
我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 1906/1963/2039 亿元，分别同比+0.3%/+3.0%/+3.9%，归母净利润 326/336/350 亿元，分别同比+1.2%/+3.2%/+4.3%，EPS 分别为 5.81 /6.00/6.26 元每股，当前股价对应 7.3x/7.1x/6.8x P/E，维持“推荐”评级。

表3：主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	190,038	190,559	196,268	203,915
收入增长率%	-7.3	0.3	3.0	3.9
归母净利润（百万元）	32,185	32,558	33,607	35,040
利润增速%	10.9	1.2	3.2	4.3
完全摊薄 EPS(元)	5.75	5.81	6.00	6.26
PE	7.41	7.33	7.10	6.81

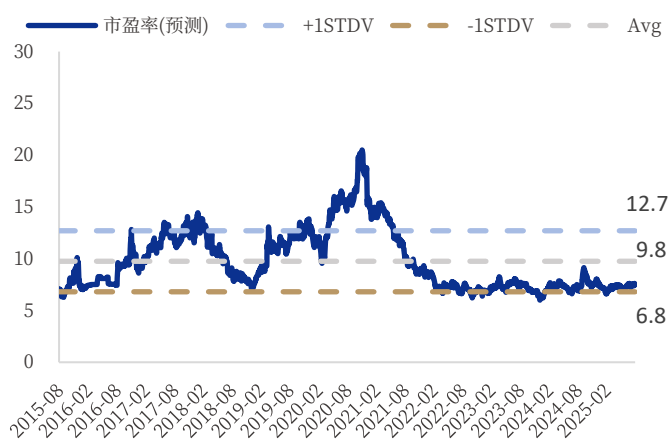
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图47：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48：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

国补退坡导致的需求不足风险；市场竞争风险。

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	224,803	241,120	257,236	277,713
现金	113,900	120,880	140,990	158,131
应收账款	16,832	15,564	16,276	17,213
其它应收款	870	815	843	894
预付账款	1,530	2,027	2,013	1,968
存货	27,911	31,569	30,762	31,905
其他	63,760	70,265	66,353	67,602
非流动资产	143,229	143,871	143,412	142,894
长期投资	7,395	7,395	7,395	7,395
固定资产	36,996	38,043	37,990	37,879
无形资产	10,439	10,034	9,629	9,221
其他	88,398	88,398	88,398	88,398
资产总计	368,032	384,991	400,649	420,606
流动负债	201,125	203,063	202,810	205,995
短期借款	39,010	39,010	39,010	39,010
应付账款	47,091	38,873	42,571	45,455
其他	115,025	125,181	121,229	121,530
非流动负债	25,393	25,361	25,370	25,374
长期借款	18,230	18,230	18,230	18,230
其他	7,163	7,131	7,140	7,145
负债总计	226,518	228,424	228,179	231,369
少数股东权益	4,097	4,293	4,496	4,708
归属母公司股东权益	137,417	152,274	167,974	184,530
负债和股东权益	368,032	384,991	400,649	420,606

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	29,369	30,771	43,607	41,873
净利润	32,371	32,755	33,810	35,251
折旧摊销	5,257	5,957	6,555	7,212
财务费用	-3,108	0	0	0
投资损失	-765	-569	-586	-609
营运资金变动	-3,702	-6,288	4,241	594
其他	-683	-1,083	-413	-575
投资活动现金流	-15,558	-6,059	-5,599	-6,253
资本支出	-3,117	-6,627	-6,185	-6,862
长期投资	-13,785	0	0	0
其他	1,343	569	586	609
筹资活动现金流	-23,703	-17,733	-17,898	-18,479
短期借款	12,566	0	0	0
长期借款	-20,806	0	0	0
其他	-15,463	-17,733	-17,898	-18,479
现金净增加额	-9,773	6,980	20,110	17,141

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
营业总收入	190,038	190,559	196,268	203,915
营业成本	133,496	133,485	137,354	142,956
税金及附加	1,799	1,795	1,910	1,946
销售费用	9,753	9,477	9,764	10,148
管理费用	6,058	5,811	5,859	6,089
研发费用	6,904	6,500	6,766	7,133
财务费用	-3,300	-2,278	-2,418	-2,820
资产减值损失	-687	-168	-218	-242
公允价值变动收益	-274	0	0	0
投资收益及其他	2,620	2,739	2,602	2,649
营业利润	36,988	38,341	39,416	40,870
营业外收入	72	87	96	85
营业外支出	165	156	166	162
利润总额	36,896	38,272	39,346	40,793
所得税	4,525	5,517	5,536	5,541
净利润	32,371	32,755	33,810	35,251
少数股东损益	186	197	203	212
归属母公司净利润	32,185	32,558	33,607	35,040
EBITDA	38,852	41,951	43,483	45,184
EPS（元）	5.75	5.81	6.00	6.26

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	-7.3%	0.3%	3.0%	3.9%
营业利润增长率	12.5%	3.7%	2.8%	3.7%
归母净利润增长率	10.9%	1.2%	3.2%	4.3%
毛利率	29.4%	29.6%	29.7%	29.6%
净利率	17.1%	17.3%	17.3%	17.4%
ROE	23.4%	21.4%	20.0%	19.0%
ROIC	13.7%	13.4%	12.9%	12.5%
资产负债率	61.5%	59.3%	57.0%	55.0%
净资产负债率	160.1%	145.9%	132.3%	122.3%
流动比率	1.12	1.19	1.27	1.35
速动比率	0.78	0.84	0.92	1.00
总资产周转率	0.51	0.50	0.50	0.49
应收账款周转率	11.49	11.70	12.27	12.12
应付账款周转率	3.03	3.11	3.37	3.25
每股收益	5.75	5.81	6.00	6.26
每股经营现金流	5.24	5.49	7.79	7.48
每股净资产	24.53	27.18	29.99	32.94
P/E	7.41	7.33	7.10	6.81
P/B	1.74	1.57	1.42	1.29
EV/EBITDA	5.10	4.56	3.94	3.41
PS	1.26	1.26	1.22	1.18

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