

## Q3 盈利能力延续改善，业绩表现稳健

2025 年 10 月 24 日

## 核心观点

- 业绩表现稳健：**公司实现营业总收入 97.23 亿，同比+4.15%；实现归母净利润 7.69 亿，同比+18.46%；扣非后归母净利润为 7.37 亿，同比+17.29%。单季度方面，25Q3 公司实现营收 29.93 亿元，同比+0.11%，实现归母净利润 2.21 亿元，同比+33.43%。
- Q3 毛利率持续回升，费率管控支撑盈利能力改善。**25Q1-Q3 公司毛利率为 17.91%，同比下降 0.27pct；其中 25Q3 毛利率为 19.25%，同比增长 0.68pct，25Q2 起单季毛利率持续改善。前三季度归母净利率为 7.90%，同比增长 0.95pct；Q3 归母净利率为 7.79%，同比增长 1.94pct，主要得益于毛利率改善及管理费用、财务费用管控成效显著。前三季度公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.78%/2.62%/0.04%/4.01%，同比+0.11/-0.30/-0.03/+0.23pct。
- 以旧换新政策支撑空调产销景气，公司制冷零部件基本盘稳固：**1) 根据产业在线数据，2025 年 1-9 月中国家用空调内销和出口分别同比+8.5%/+2.2%，公司作为行业领先的制冷空调零部件供应商，收入增长与行业景气相匹配。2) 后续几个月空调内销预计将有压力，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，10/11/12 月空调内销排产较去年同期内销实绩分别-11.5%/-8.4%/-9.9%。
- 公司发布新一期股权激励计划。**9 月 27 日公司发布第二期股权激励计划，业绩考核目标为 2025/2026/2027 年扣非归母净利润较 2024 年增长率分别不低于 14.1%/34.02%/51.78%，测算 2025-2027 年扣非归母净利润对应为 10.60/12.45/14.10 亿元，25-27 年复合增速为 15.3%，彰显公司对汽车热管理和储能热管理等新业务发展信心。
- 投资建议：**我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 133.87/148.96/167.35 亿元，同比增长 5.6%/11.3%/12.3%；归母净利润 11.63/13.43/15.36 亿元，同比增长 11.3%/15.5%/14.3%；EPS 分别为 1.09/1.26/1.44 元；当前股价对应 PE 分别为 12.40/10.74/9.39 倍，维持“推荐”评级
- 风险提示：**制冷设备增长不及预期风险；新能源车热管理竞争加剧的风险。

## 主要财务指标预测（2025 年 10 月 24 日）

|            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 12,678 | 13,387 | 14,896 | 16,735 |
| 收入增长率      | 11.4%  | 5.6%   | 11.3%  | 12.3%  |
| 归母净利润(百万元) | 1,045  | 1,163  | 1,343  | 1,536  |
| 利润增速       | 41.6%  | 11.3%  | 15.5%  | 14.3%  |
| 摊薄 EPS(元)  | 0.98   | 1.09   | 1.26   | 1.44   |
| PE         | 13.81  | 12.40  | 10.74  | 9.39   |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 盾安环境（股票代码：002011）

推荐 维持评级

## 分析师

何伟

✉: hewei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

杨策

✉: yangce\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

陆思源

✉: lusiyan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525060001

刘立思

✉: liulisi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

## 市场数据

2025 年 10 月 24 日

|              |           |
|--------------|-----------|
| 股票代码         | 002011.SZ |
| A 股收盘价(元)    | 13.54     |
| 上证指数         | 3,950.31  |
| 总股本(万股)      | 106,544   |
| 实际流通 A 股(万股) | 91,939    |
| 流通 A 股市值(亿元) | 124.49    |

## 相对沪深 300 表现图 2025 年 10 月 24 日



资料来源：中国银河证券研究院

## 一、公司经营情况

### (一) 公司业务拆分

2025 年前三季度，公司业绩实现稳健增长。前三季度公司实现营业总收入 97.23 亿，同比增长 4.15%；实现归母净利润 7.69 亿，同比增长 18.46%；扣非后归母净利润为 7.37 亿，同比增长 17.29%。单季度方面，25Q3 公司实现营收 29.93 亿元，同比+0.11%，实现归母净利润 2.21 亿元，同比+33.43%。

分业务来看，上半年公司汽车热管理收入 4.81 亿元，同比增长 81.84%；制冷空调零部件实现营收 54.12 亿元，同比增长 8.8%；上半年制冷设备收入 4.83 亿，同比下滑 31.43%。

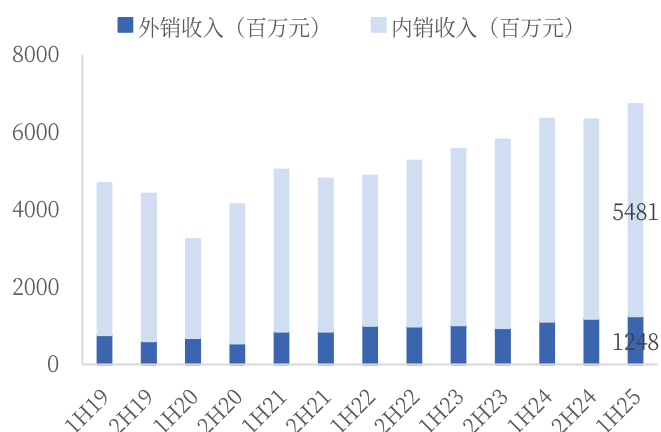
公司积极推动汽车热管理及储能热管理等业务打造新的增长点。汽车热管理方面，公司在技术和产品性能上领先市场，已成为比亚迪、上汽、吉利、长安、奇瑞、广汽等国内知名主机厂的可靠供方，在手订单较为充足，已成为公司收入增长的重要驱动。储能热管理方面，公司液冷机组应用于储能领域已取得良好进展，已成功获取行业前十客户订单，其中比亚迪、宁德时代（换电）、国轩高科等头部储能客户已进入批量供货，随着国内外数据中心建设发展，公司在储能热管理领域技术优势有望实现复用。

表1：公司营业收入分品类拆分

|                   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025H1 | 2022     | 2023     | 2024     | 2025H1   |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）<br>/YOY | 10,209 | 11,382 | 12,678 | 6,729  | 3.80%    | 11.50%   | 11.40%   | 6.05%    |
| 制冷配件产业            | 7,776  | 8,456  | 9,612  | 5,412  | 0.20%    | 8.70%    | 13.70%   | 8.8%     |
| 制冷设备产业            | 1,490  | 1,646  | 1,496  | 483    | -0.20%   | 10.50%   | -9.20%   | -31.43%  |
| 汽车热管理产业           | 200    | 473    | 812    | 481    | 290.00%  | 136.50%  | 71.70%   | 81.84%   |
| 其他业务              | 743    | 807    | 759    | 353    | 38.90%   | 8.60%    | -6.00%   | -12.16%  |
| 分地区-国内            | 8,163  | 9,434  | 10,397 | 5,481  | 0.27%    | 15.57%   | 10.21%   | 4.54%    |
| 分地区-国外            | 1,981  | 1,949  | 2,281  | 1,248  | 16.77%   | -1.63%   | 17.06%   | 13.23%   |
| 毛利率/YOY           | 16.90% | 19.20% | 18.20% | 17.32% | +0.6pct  | +2.3pct  | -1.0pct  | -0.68pct |
| 制冷配件产业            | 16.80% | 19.40% | 18.60% | 17.78% | +1.5pct  | +2.6pct  | -0.8pct  | -0.66pct |
| 制冷设备产业            | 24.10% | 24.70% | 21.10% | 18.86% | +0.3pct  | +0.6pct  | -3.6pct  | -2.69pct |
| 汽车热管理产业           | 17.60% | 22.40% | 23.10% | -      | +4.5pct  | +4.8pct  | +0.8pct  | -        |
| 其他业务              | 3.30%  | 3.50%  | 2.70%  | -      | -6.9pct  | +0.2pct  | -0.8pct  | -        |
| 分地区-国内            | 15.57% | 16.99% | 16.41% | 14.97% | -0.81pct | +1.42pct | -0.59pct | -0.83pct |
| 分地区-国外            | 22.91% | 29.83% | 26.51% | 27.63% | +6.97pct | +6.92pct | -3.32pct | -0.04pct |

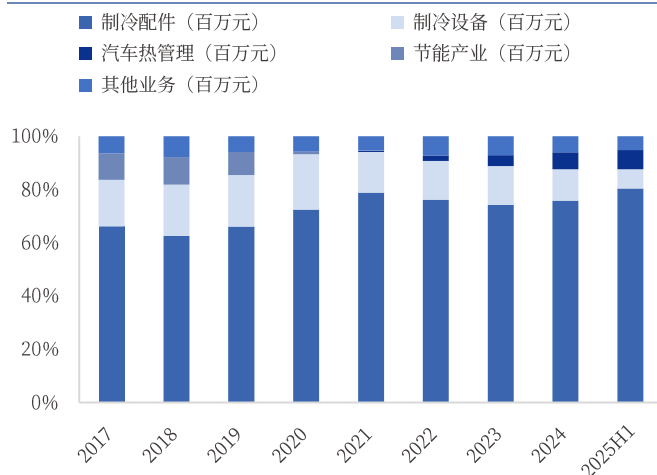
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图1: 公司营业收入 (按内外销)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图2: 公司营业收入按产品分类

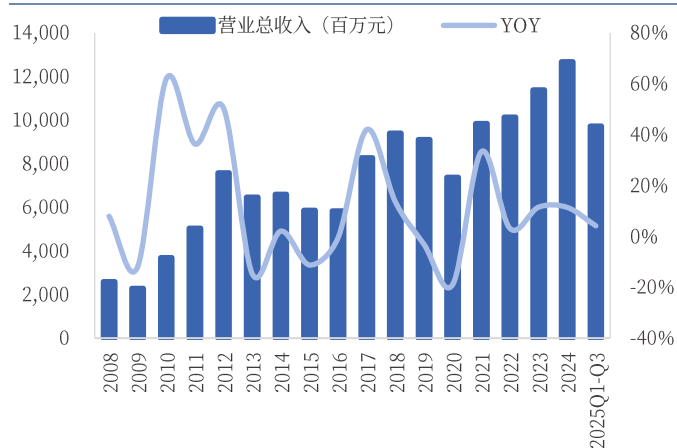


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## (二) 公司主要财务

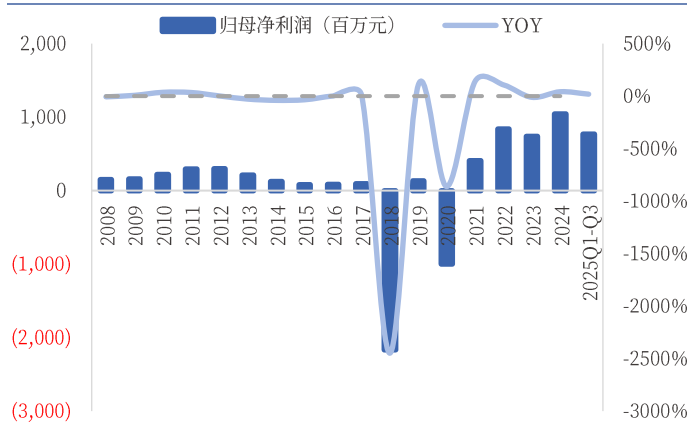
25Q1-Q3 公司毛利率为 17.91%，同比下降 0.27pct；其中 25Q3 毛利率为 19.25%，同比增长 0.68pct，25Q1 起单季盈利能力持续改善。公司净利率方面，前三季度归母净利率为 7.90%，同比增长 0.95pct；Q3 归母净利率为 7.79%，同比增长 1.94pct，主要得益于毛利率改善及管理费用管控成效显著。费用端方面，前三季度公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.78%/2.62%/0.04%/4.01%，同比+0.11/-0.30/-0.03/+0.23pct，研发费用投入持续加大，有望补充公司发展后劲。

图3: 公司营业收入及增长率



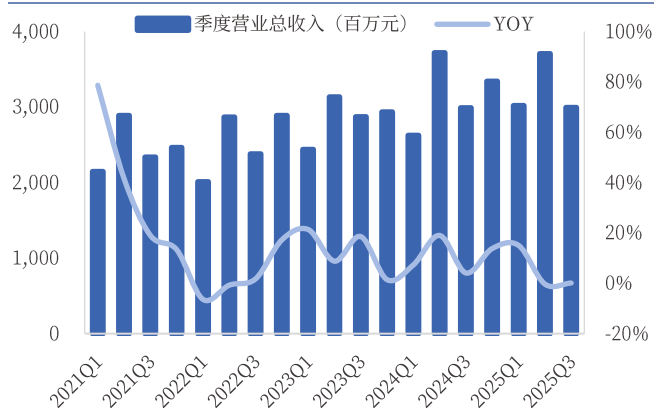
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图4: 公司归母净利润及增长率



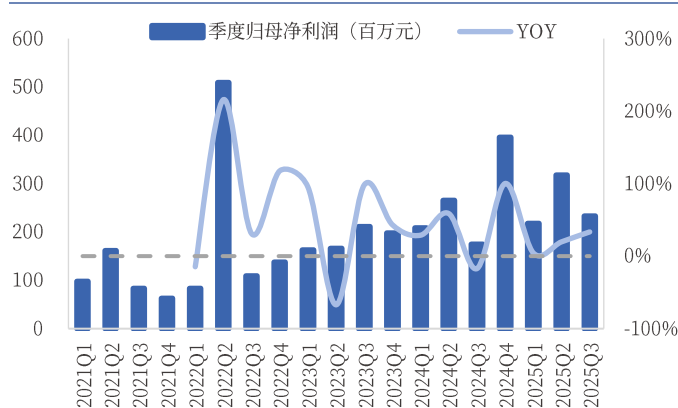
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图5：公司季度营业总收入及 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

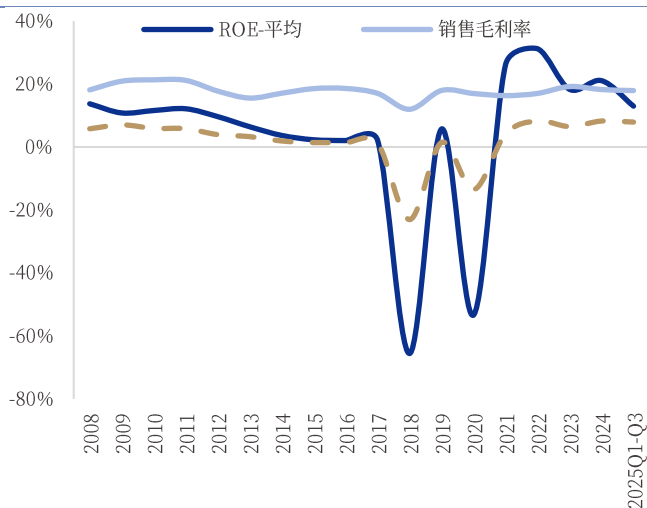
图6：公司季度归母净利润及 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

备注：2018 及 2020 年公司因股东债务问题计提大规模减值造成亏损，影响季度归母净利润可比性，因此不作展示

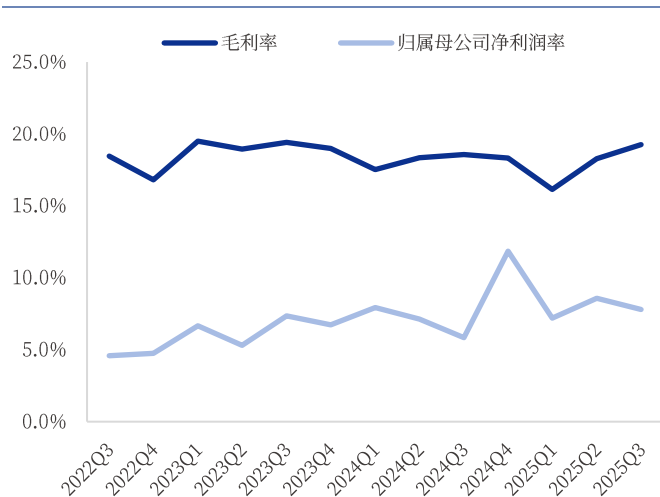
图7：公司年度 ROE-平均、销售毛利率、归母净利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

备注：2025Q1-Q3ROE-平均为年化数据

图8：公司季度销售毛利率及归母净利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 二、暖通空调行业情况

### （一）9月家用空调受国补退坡，内销出货量下滑2.5%

9月空调内销短期承压，后续预计压力将持续。

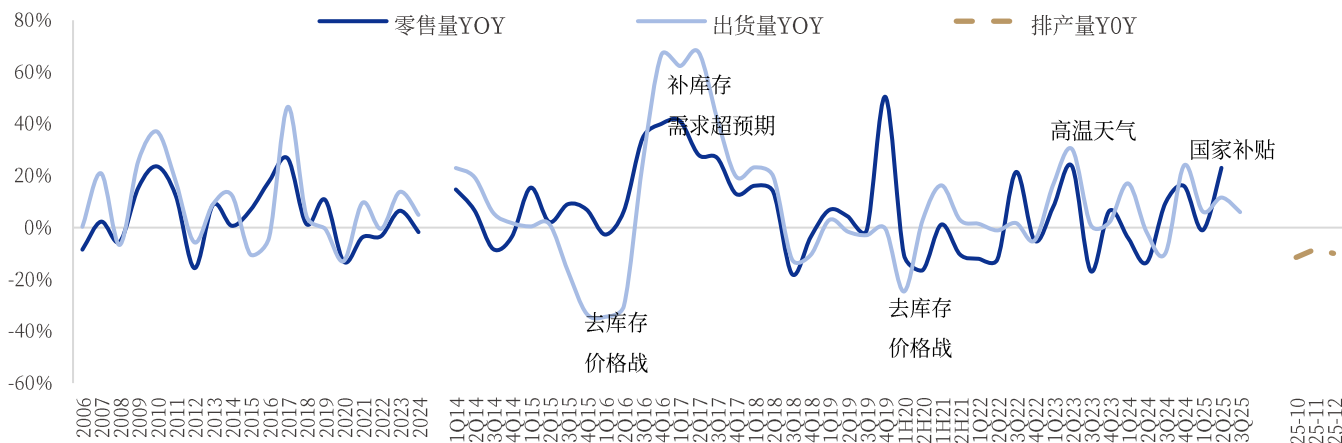
1) 产业在线数据，2025年9月空调内销出货量594.9万台，同比-2.5%。一方面受到国补退坡影响，各省份出现控制补贴额度支出速度的现象，主要体现为每日补贴限流、减少享受补贴的品类、暂停等各种方式；另一方面受到天气扰动影响，9月全国多地连续降雨导致安装受阻。

2) 进入10月，空调线上零售表现明显优于线下。AVC周度数据，25W40-42（9.29-10.19）空调线上零售量/零售额分别同比+0.9%/-1.3%，部分渠道企业自补一定程度上缓解国补退坡压力；线下渠道25W40-42零售量/零售额分别同比-49.6%/-55%，降幅更为明显。

3) 后续Q4排产来看，行业已对去年国补导致的高同比基数，以及当下的国补退坡影响有所预期。产业在线数据，10/11/12月空调内销排产较去年同期内销实绩分别-11.5%/-8.4%/-9.9%，反映了行业的谨慎态度。

4) 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%。

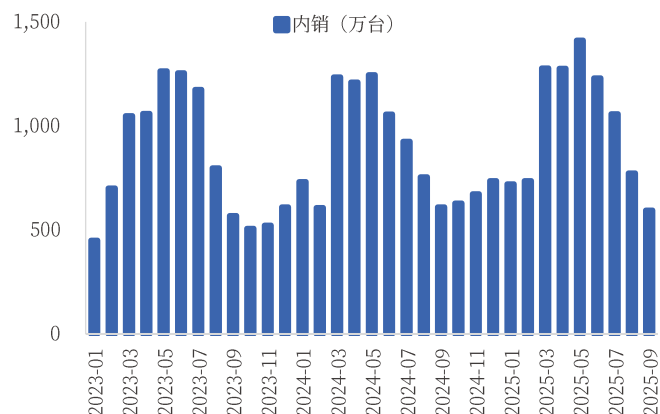
图9：中国家用空调市场零售量与出货量周期



资料来源：产业在线，奥维云网AVC，中国银河证券研究院

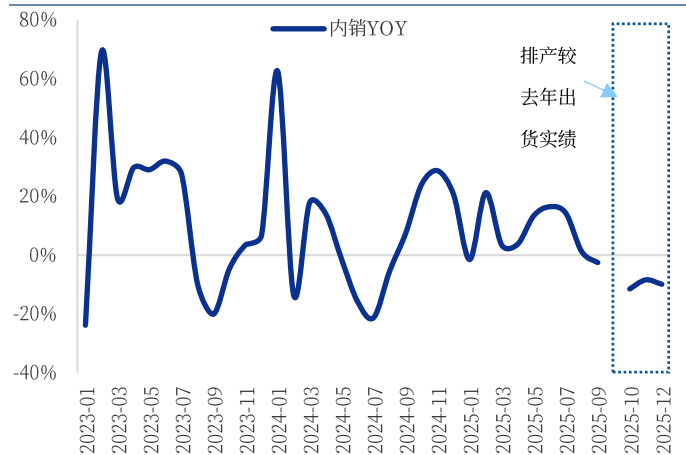
备注：排产量YOY指内销排产较去年同期内销出货实绩变化

图10: 家用空调内销出货量 (月度)



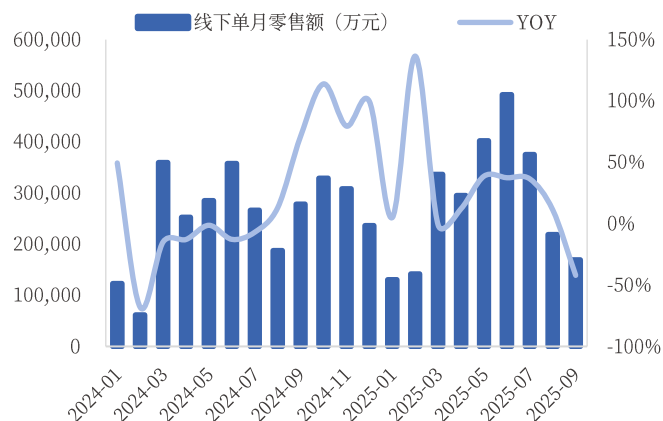
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图11: 家用空调内销出货量及排产同比增速 (月度)



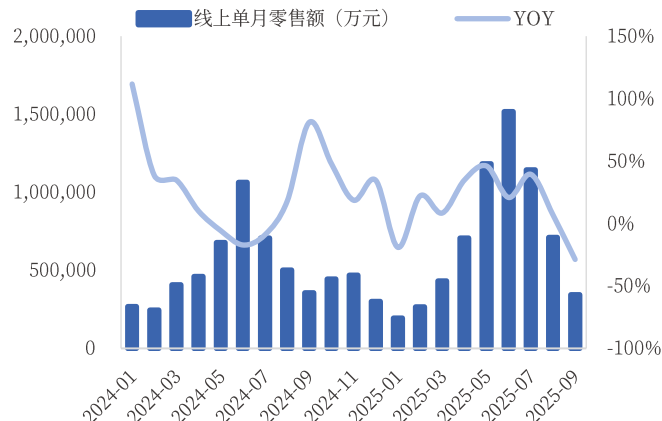
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图12: 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13: 空调线上零售市场零售额监测 (月度)



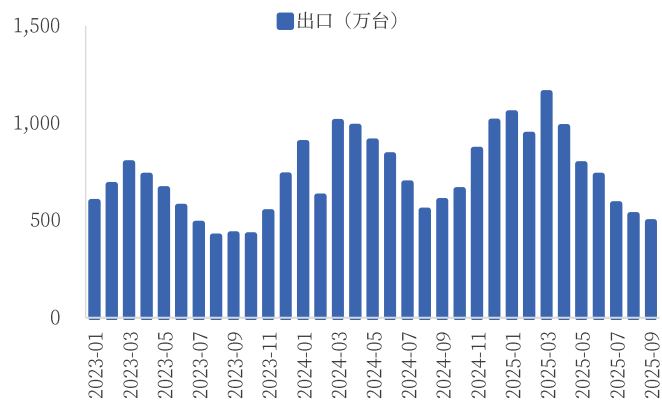
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

## (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9月空调出口出货量493.5万台, 同比-18.1%; 10/11/12月家用空调出口排产较去年同期出口实绩-9.4%/-6.6%/-1.2%, 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。

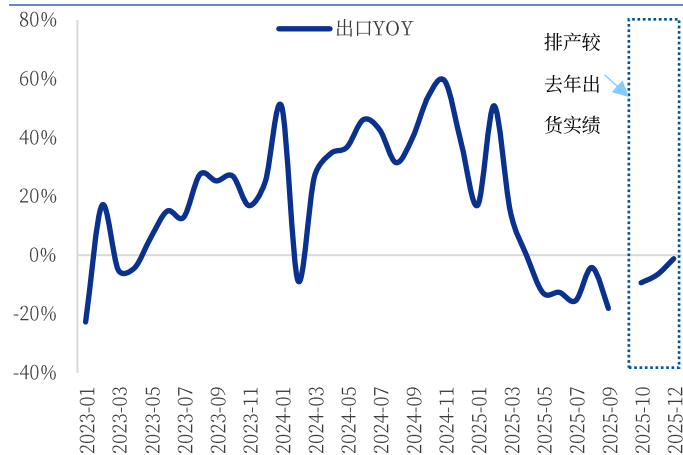
2) 空调龙头全球生产基地分布广泛, 其中泰国是除中国外主要的空调生产基地, 2024年美国空调类产品(SITC 7415)进口中从泰国进口占8.8%。美国关税风险有一定影响, 但对于优质上市公司, 海外供应链建设能够对冲风险。

图14: 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15: 家用空调出口出货量及排产同比增速（月度）



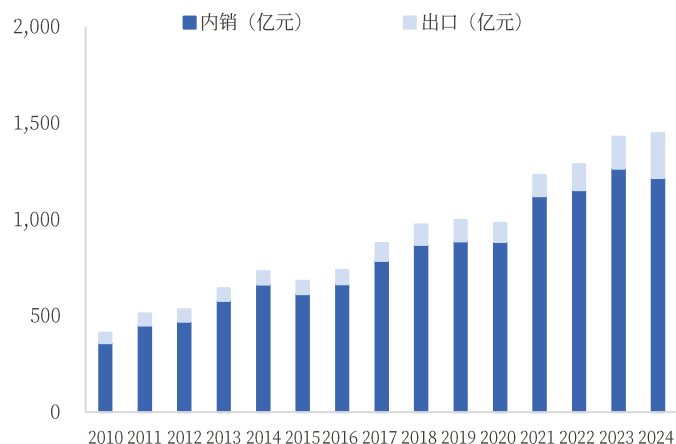
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

### （三）中央空调内销有压力，但出口保持增长

**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1-8月中央空调内销规模为774亿元，同比下降8.2%，其中8月同比-0.9%，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。

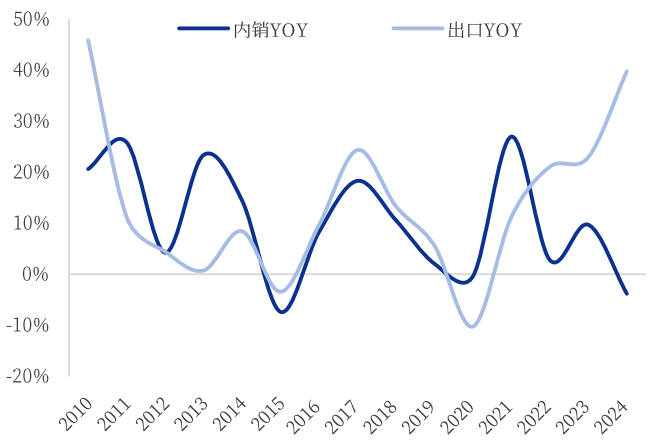
**中国企业全球竞争力提升，份额提升带动出口近年较好增长。**产业在线数据，2024年中央空调出口额达232亿元，同比增长39.8%；2025年1-8月，出口销售额达168亿元，同比增长16.7%，其中8月同比-4.8%。

图16: 中央空调内销、出口规模（年度）



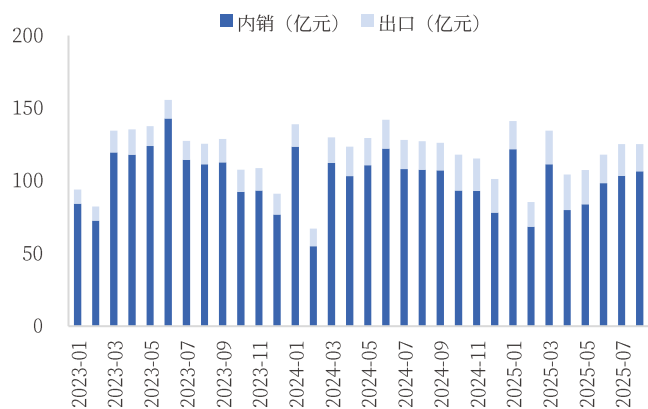
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图17: 中央空调内销、出口规模同比增速（年度）



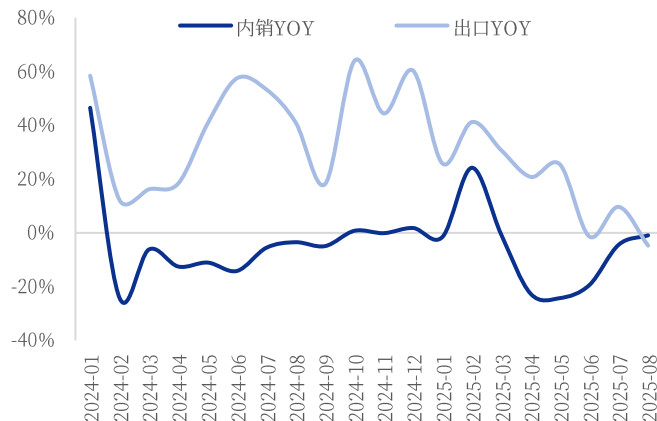
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图1：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2：中央空调内销、出口规模同比增速（月度）



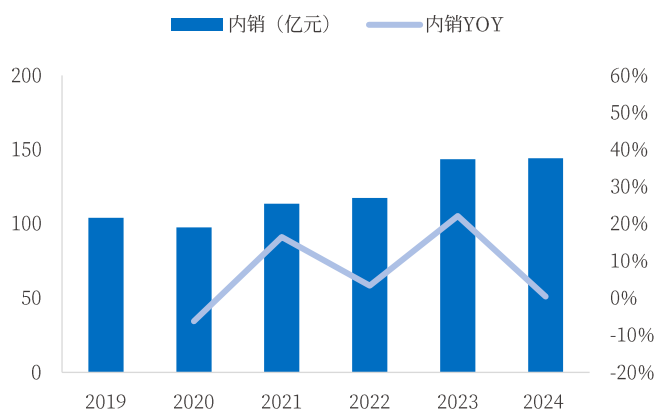
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

#### （四）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 1-8 月内销额达 92 亿元，同比-8.6%，其中 8 月同比-9.6%。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。

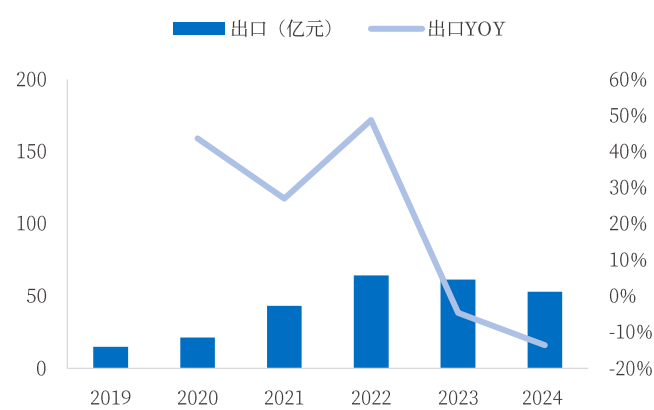
**出口方面**，欧洲热泵补贴政策的剧烈波动，导致热泵出口过去两年面临大力度去库存周期。2024 年下半年起，欧美热泵逐步走出去库周期，单月增速逐步改善。由于同比基数偏低，2025 年 1-8 月热泵出口同比增长 22.5%。展望未来，预计随着欧洲部分国家补贴重启，热泵出口有望延续改善。

图3：热泵内销规模及同比增速（年度）



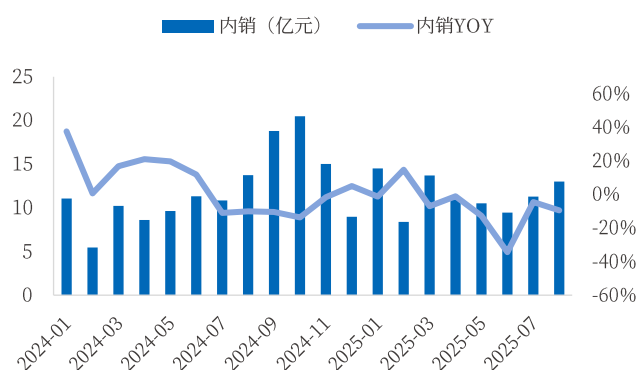
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图4：热泵出口规模同比增速（年度）



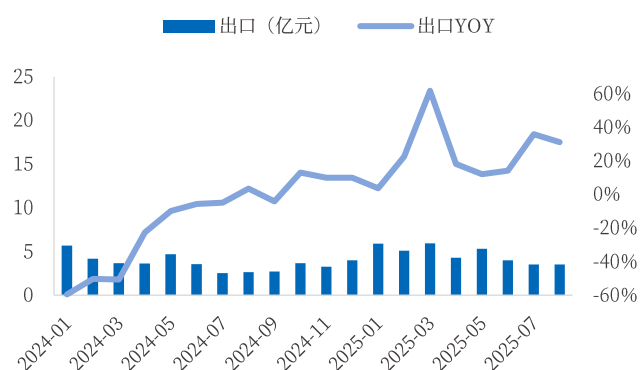
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图5：热泵内销规模及同比增速（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图6：热泵出口规模及同比增速（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

### 三、投资建议

我们预计 2025-2027 年公司营业收入为 133.87/148.96/167.35 亿元，同比增长 5.6%/11.3%/12.3%；归母净利润 11.63/13.43/15.36 亿元，同比增长 11.3%/15.5%/14.3%；EPS 分别为 1.09/1.26/1.44 元；当前股价对应 PE 分别为 12.40/10.74/9.39 倍，维持“推荐”评级。

表2：主要财务指标预测

|            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元） | 12,678 | 13,387 | 14,896 | 16,735 |
| 收入增速       | 11.4%  | 5.6%   | 11.3%  | 12.3%  |
| 归母净利润（百万元） | 1,045  | 1,163  | 1,343  | 1,536  |
| 利润增速       | 41.6%  | 11.3%  | 15.5%  | 14.3%  |
| 摊薄 EPS（元）  | 0.98   | 1.09   | 1.26   | 1.44   |
| PE         | 13.81  | 12.40  | 10.74  | 9.39   |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2025 年 10 月 24 日）

图7：盾安环境历史估值区间（市盈率 TTM）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图8：盾安环境历史估值区间（市盈率 预测）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

### 四、风险提示

政策效果不及预期的风险；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       | 9,690  | 10,646 | 12,182 | 14,174 |
| 现金         | 3,200  | 3,699  | 4,505  | 5,561  |
| 应收账款       | 2,333  | 2,677  | 2,979  | 3,347  |
| 其它应收款      | 93     | 74     | 83     | 93     |
| 预付账款       | 66     | 69     | 76     | 85     |
| 存货         | 1,660  | 1,664  | 1,810  | 2,034  |
| 其他         | 2,337  | 2,462  | 2,729  | 3,054  |
| 非流动资产      | 2,463  | 2,622  | 2,756  | 2,868  |
| 长期投资       | 408    | 408    | 408    | 408    |
| 固定资产       | 1,132  | 1,131  | 1,112  | 1,079  |
| 无形资产       | 354    | 521    | 679    | 829    |
| 其他         | 569    | 562    | 556    | 552    |
| 资产总计       | 12,153 | 13,268 | 14,938 | 17,042 |
| 流动负债       | 6,199  | 6,261  | 6,712  | 7,423  |
| 短期借款       | 444    | 444    | 444    | 444    |
| 应付账款       | 2,504  | 2,557  | 2,795  | 3,140  |
| 其他         | 3,251  | 3,260  | 3,472  | 3,838  |
| 非流动负债      | 443    | 443    | 443    | 443    |
| 长期借款       | 306    | 306    | 306    | 306    |
| 其他         | 137    | 137    | 137    | 137    |
| 负债总计       | 6,642  | 6,703  | 7,154  | 7,865  |
| 少数股东权益     | 2      | -4     | -11    | -19    |
| 归属母公司股东权益  | 5,509  | 6,568  | 7,795  | 9,196  |
| 负债和股东权益    | 12,153 | 13,268 | 14,938 | 17,042 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流    | 1,161 | 965   | 1,281 | 1,550 |
| 净利润        | 1,040 | 1,157 | 1,336 | 1,527 |
| 折旧摊销       | 270   | 177   | 201   | 224   |
| 财务费用       | 39    | 25    | 25    | 25    |
| 投资损失       | -16   | -16   | -18   | -22   |
| 营运资金变动     | -251  | -412  | -309  | -276  |
| 其他         | 79    | 35    | 46    | 72    |
| 投资活动现金流    | -475  | -337  | -334  | -334  |
| 资本支出       | -381  | -354  | -352  | -356  |
| 长期投资       | -95   | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | 1     | 16    | 18    | 22    |
| 筹资活动现金流    | -407  | -129  | -141  | -159  |
| 短期借款       | -205  | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款       | -395  | 0     | 0     | 0     |
| 其他         | 194   | -129  | -141  | -159  |
| 现金净增加额     | 297   | 499   | 806   | 1,056 |

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    | 12,678 | 13,387 | 14,896 | 16,735 |
| 营业成本     | 10,368 | 10,915 | 12,058 | 13,509 |
| 税金及附加    | 53     | 54     | 60     | 67     |
| 销售费用     | 332    | 351    | 380    | 427    |
| 管理费用     | 387    | 375    | 432    | 485    |
| 研发费用     | 503    | 535    | 596    | 686    |
| 财务费用     | -5     | -23    | -30    | -43    |
| 资产减值损失   | -19    | 3      | 3      | 4      |
| 公允价值变动收益 | -3     | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益及其他  | 164    | 148    | 127    | 144    |
| 营业利润     | 1,182  | 1,331  | 1,531  | 1,752  |
| 营业外收入    | 12     | 8      | 9      | 6      |
| 营业外支出    | 26     | 32     | 31     | 32     |
| 利润总额     | 1,168  | 1,307  | 1,509  | 1,726  |
| 所得税      | 128    | 150    | 174    | 198    |
| 净利润      | 1,040  | 1,157  | 1,336  | 1,527  |
| 少数股东损益   | -5     | -6     | -7     | -8     |
| 归属母公司净利润 | 1,045  | 1,163  | 1,343  | 1,536  |
| EBITDA   | 1,433  | 1,461  | 1,680  | 1,907  |
| EPS (元)  | 0.98   | 1.09   | 1.26   | 1.44   |

| 主要财务比率    | 2024A  | 2025E  | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 营业总收入增长率  | 11.4%  | 5.6%   | 11.3% | 12.3% |
| 营业利润增长率   | 22.0%  | 12.6%  | 15.0% | 14.4% |
| 归母净利润增长率  | 41.6%  | 11.3%  | 15.5% | 14.3% |
| 毛利率       | 18.2%  | 18.5%  | 19.1% | 19.3% |
| 净利率       | 8.2%   | 8.6%   | 9.0%  | 9.1%  |
| ROE       | 19.0%  | 17.7%  | 17.2% | 16.7% |
| ROIC      | 14.9%  | 14.2%  | 14.2% | 14.0% |
| 资产负债率     | 54.6%  | 50.5%  | 47.9% | 46.2% |
| 净资产负债率    | 120.5% | 102.1% | 91.9% | 85.7% |
| 流动比率      | 1.56   | 1.70   | 1.81  | 1.91  |
| 速动比率      | 1.22   | 1.35   | 1.46  | 1.55  |
| 总资产周转率    | 1.11   | 1.05   | 1.06  | 1.05  |
| 应收账款周转率   | 5.82   | 5.34   | 5.27  | 5.29  |
| 应付账款周转率   | 4.55   | 4.31   | 4.51  | 4.55  |
| 每股收益      | 0.98   | 1.09   | 1.26  | 1.44  |
| 每股经营现金流   | 1.09   | 0.91   | 1.20  | 1.45  |
| 每股净资产     | 5.17   | 6.16   | 7.32  | 8.63  |
| P/E       | 13.81  | 12.40  | 10.74 | 9.39  |
| P/B       | 2.62   | 2.20   | 1.85  | 1.57  |
| EV/EBITDA | 8.84   | 8.33   | 6.77  | 5.41  |
| PS        | 1.14   | 1.08   | 0.97  | 0.86  |

## 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，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。 | 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      |
|                                                                                                                                        | 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<br>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<br>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<br>褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn       |
| 公司网址：www.chinastock.com.cn |        |                                                                                                   |