

国内空调产业链提效，海外多点开花

2025 年 10 月 30 日

核心观点

- 公司发布 2025 年三季度报告：**2025Q1-3，公司营业收入 2340.5 亿元，同比+10%；归母净利润 173.7 亿元，同比+14.7%；毛利率 27.2%，同比+0.1pct；期间费用率 18.3%，同比-0.3pct；最终实现归母净利率 7.4%，同比+0.3pct；经营性现金流净额 174.9 亿元，同比+21.2%。分季度来看，Q1/Q2/Q3 营业收入分别为 791.2/773.8/775.6 亿元，同比+10.1%/+10.4%/+9.5%；归母净利润分别为 54.9/65.5/53.4 亿元，同比+15.1%/+16%/+12.7%；归母净利率分别为 6.9%/8.5%/6.9%，同比+0.3/+0.4/+0.2pct。
- 国内市场，渠道数字化改革，空调产业链提效：**1) 2025Q1-3，中国区收入同比+9.5%；其中 Q3 单季度收入同比+10.8%；明显优于市场。随着国补退坡，AVC 全渠道推总数据显示，Q3 中国家电行业（不含 3C）零售额达 1988 亿元，同比-3.2%。2) 海尔数字化变革，进一步提升渠道以及营销竞争力，叠加之前布局的多品牌运营矩阵，实现份额稳步提升；25Q1-3 高端品牌卡萨帝增长 18%、Leader 品牌收入增长 25%；Leader 分区洗洗衣机抓住年轻人需求，成为爆款，截至 9 月底累计销量已突破 20 万台。3) 公司推动精益智造，特别是空调产业链一体化能力提升，公司家用空调产业 Q3 单季度收入增长超 30%，实现快速增长。
- 海外市场，多点开花：**1) 2025Q1-3，海外收入同比+10.5%；其中 Q3 单季度收入同比+8.25%。得益于公司海外长期坚持国家化运营，供应链全球化布局的战略，并未受到因美国关税变动导致的明显影响。公司在全球推进“四网合一”（物流网、信息网、服务网和营销网）的体系建设，将进一步提升海外市场竞争力。2) 在已经明显领先的北美市场保持稳健。欧洲市场持续改善，包括实现冰箱、洗衣机份额稳步提升，性价比的 Candy 通过型号迭代不断提升定位，Q3 欧洲暖通业务收入同比增长超 30%。欧洲低效产能关闭，以土耳其和中国工厂供应。我们预计，欧洲业务盈利能力将持续改善。3) 新兴市场保持良好增长趋势。25Q1-3，南亚、东南亚、中东非市场收入分别同比增长超 25%、15%、60%。
- 投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 217/246/275 亿元；EPS 为 2.31/2.62/2.93 元，对应 PE 为 11.2/9.8/8.8 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**美国关税风险；市场需求不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	285,981	321,784	344,580	368,170
收入增速	4.3%	12.5%	7.1%	6.8%
归母净利润(百万元)	18,741	21,685	24,592	27,479
利润增速	12.9%	15.7%	13.4%	11.7%
摊薄 EPS(元)	2.00	2.31	2.62	2.93
PE	12.92	11.16	9.84	8.81

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 30 日）

海尔智家（股票代码：600690）

推荐 维持评级

分析师

何伟

✉: hewei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525010001

陆思源

✉: lusiyan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525060001

杨策

✉: yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050005

刘立思

✉: liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

市场数据

2025 年 10 月 30 日

股票代码	600690
A 股收盘价(元)	25.81
上证指数	3,986.90
总股本(万股)	938,046
实际流通 A 股(万股)	625,450
流通 A 股市值(亿元)	1,614

相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 30 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河家电】公司点评_海尔智家：空调产业能力提升，数字营销与时俱进
- 【银河家电】公司点评_家电行业_海尔智家：深化数字化改革与全球化推动增长
- 【银河家电】公司点评_家电行业_海尔智家：沉稳应对全球挑战，经营稳步改善

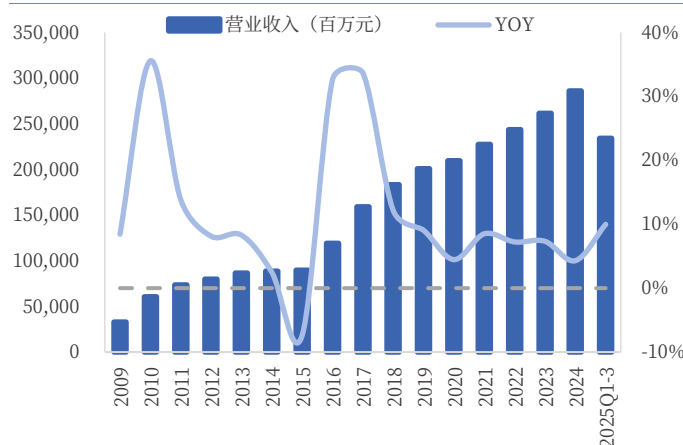
一、公司经营情况

(一) 公司业务拆分

2025Q1~3，公司实现营业收入 2340.5 亿元，同比+10%。其中 2025Q1/Q2/Q3 营业收入分别为 791.2/773.8/775.6 亿元，分别同比+10.1%/+10.4%/+9.5%。

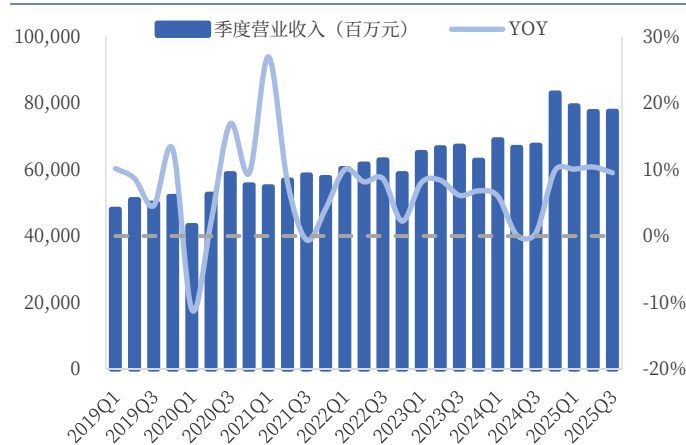
分区域来看，2025Q1-3，中国区收入同比+9.5%，其中 Q3 单季度收入同比+10.8%，明显优于市场；海外收入同比+10.5%，其中 Q3 单季度收入同比+8.25%，主要得益于公司海外长期坚持国家化运营，供应链全球化布局的战略，并未受到因美国关税变动导致的明显影响。

图1：公司营业收入及 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：公司营业收入及 YOY (季度)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表1：公司营业收入分品类拆分

	营收 (百万元)			同比增速		毛利率		
	2025H1	2024	2023 调整	2025H1	2024	2025H1	2024	2023 调整
营业收入	156,494	285,981	274,205	10.2%	4.3%	26.9%	27.8%	27.5%
空调	32,773	49,056	45,660	13.0%	7.4%	24.3%	23.9%	23.6%
电冰箱	42,517	83,241	81,641	4.1%	2.0%	28.9%	30.8%	30.3%
洗衣机	31,645	63,028	61,272	7.5%	2.9%	30.4%	31.4%	30.8%
厨电	20,508	41,111	41,589	1.9%	-1.1%	28.6%	29.3%	29.0%
水家电	9,568	15,751	15,011	21.2%	4.9%	36.9%	41.6%	40.5%
装备部品及渠道综合服务	18,726	32,396	27,897	34.8%	16.1%	12.3%	8.6%	7.5%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表2：公司分部报告拆分表（分品类）

	对外交易收入 (百万元)			同比增速		分部利润率		
	2025H1	2024	2023 调整	2025H1	2024	2025H1	2024	2023 调整
整体	156,494	285,981	274,205	10.2%	4.3%	8.5%	7.2%	6.5%
冰箱	42,735	83,344	81,731	4.2%	2.0%	9.2%	7.2%	6.3%
厨电	20,629	41,119	41,594	2.0%	-1.1%	9.5%	7.7%	7.1%
空调	32,856	49,301	45,810	13.0%	7.6%	6.4%	4.7%	4.2%

洗衣机	31,938	63,134	61,312	7.9%	3.0%	10.9%	10.3%	9.2%
水家电	9,691	16,014	15,170	21.0%	5.6%	15.3%	13.9%	12.1%
其他业务	18,646	33,069	28,587	32.8%	15.7%	0.5%	1.3%	1.2%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表3：公司分部报告拆分表（分地区）

	对外交易收入（百万元）			同比增速	
	2025H1	2024	2023 调整	2025H1	2024
中国大陆地区	77,415	142,167	137,793	8.8%	3.2%
其他国家/地区	79,079	143,814	136,412	11.7%	5.4%
——美洲	40,016	79,529	79,751	2.4%	-0.3%
——澳洲	3,258	6,642	6,142	1.0%	8.1%
——南亚	8,666	11,525	9,521	32.5%	21.1%
——欧洲	17,995	32,089	28,544	24.1%	12.4%
——东南亚	4,130	6,633	5,780	18.3%	14.8%
——中东非	2,439	2,674	1,934	65.4%	38.2%
——日本	1,958	3,426	3,662	7.2%	-6.5%
——其他	616	1,296	1,077	-9.4%	20.4%
合计	156,494	285,981	274,205	10.2%	4.3%

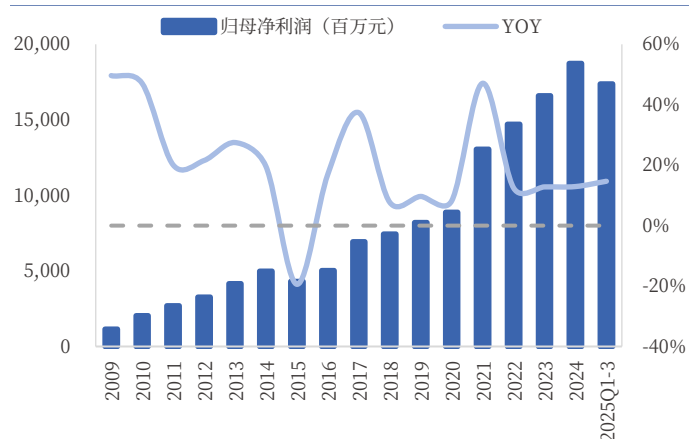
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）公司主要财务

2025Q1-3, 公司实现归母净利润 173.7 亿元, 同比+14.7%; 归母净利率为 7.4%, 同比+0.3pct。其中, Q1/Q2/Q3 分别实现归母净利润 54.9/65.5/53.4 亿元, 分别同比+15.1%/+16%/+12.7%; 归母净利率分别为 6.9%/8.5%/6.9%, 分别同比+0.3/+0.4/+0.2pct。

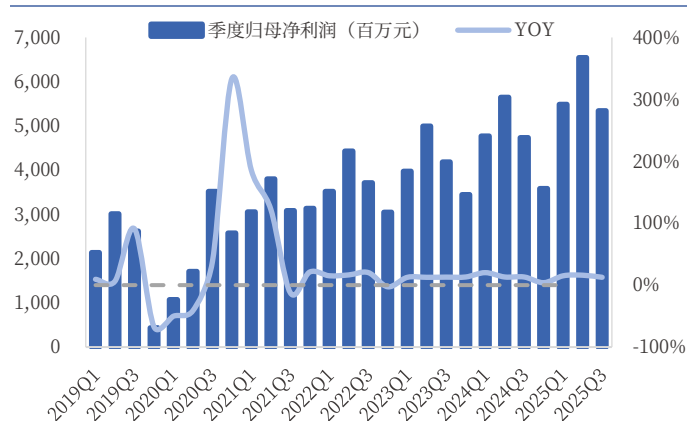
从毛利端和费用端来看, 2025Q1-3 公司毛利率为 27.2%, 同比+0.1pct; Q3 单季度毛利率为 27.9%, 同比+0.1pct。2025Q1~3, 公司期间费用率为 18.3%, 同比-0.3pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.6%/3.8%/3.9%/-0.1%, 分别同比-0.1/-0.05/+0.06/-0.16pct; Q3 单季度期间费用率为 19.9%, 同比-0.05pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.6%/3.7%/4.4%/0.1%, 分别同比-0.1/-0.1/+0.1/+0.05pct。

图3：公司归母净利润及 YOY



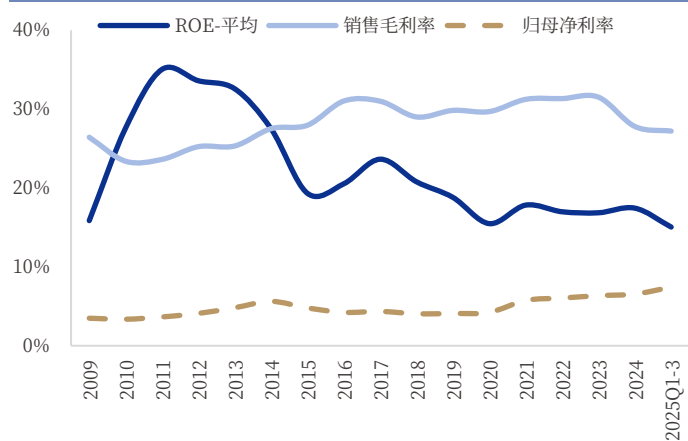
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：公司归母净利润及 YOY（季度）



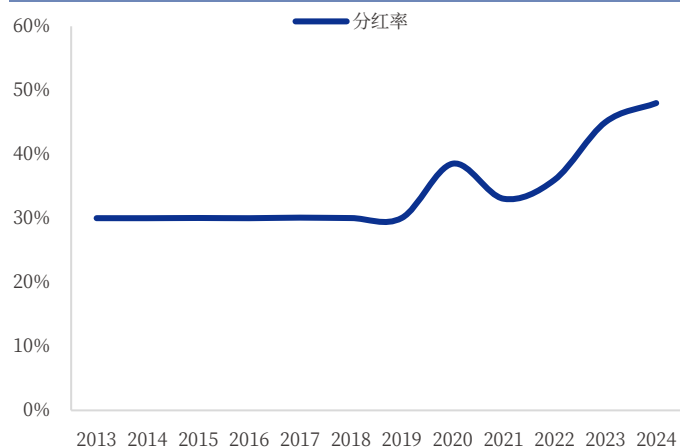
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：公司 ROE、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

图6：公司分红率（年度）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、暖通空调内销受国补退坡和地产后周期影响

（一）国补退坡下，9月家用空调内销出货下滑2.5%

9月空调内销短期承压，后续预计压力将持续。

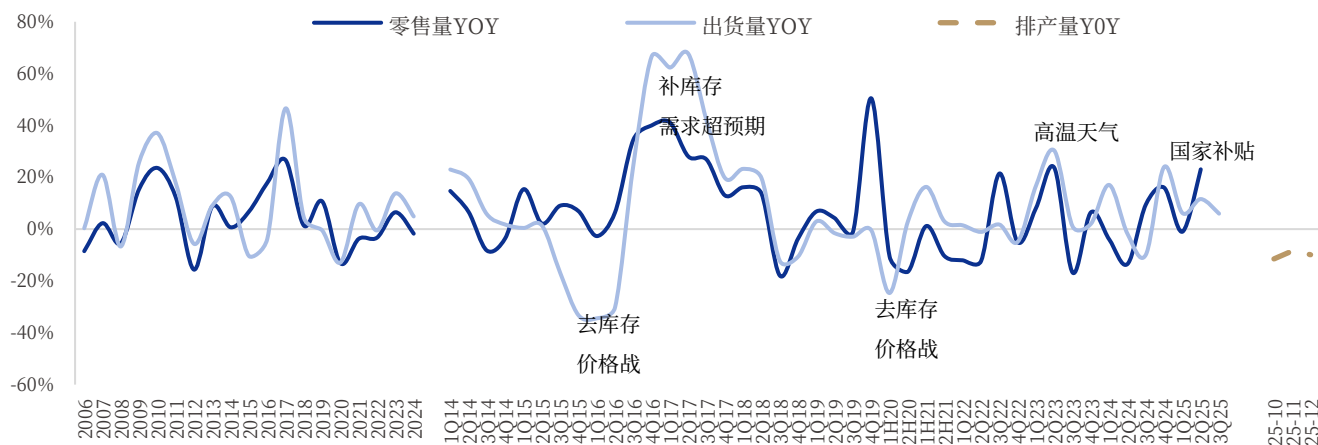
1) 产业在线数据，2025年9月空调内销出货量594.9万台，同比-2.5%。一方面受到国补退坡影响，各省份出现控制补贴额度支出速度的现象，主要体现为每日补贴限流、减少享受补贴的品类、暂停等各种方式；另一方面受到天气扰动影响，9月全国多地连续降雨导致安装受阻。

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%。

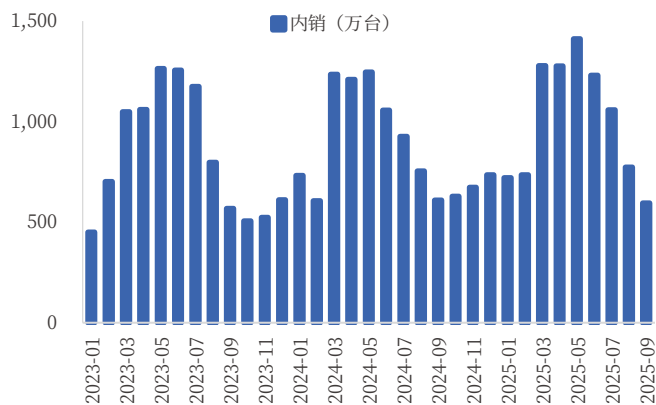
图7：中国家用空调市场零售量与出货量周期



资料来源：产业在线，奥维云网AVC，中国银河证券研究院

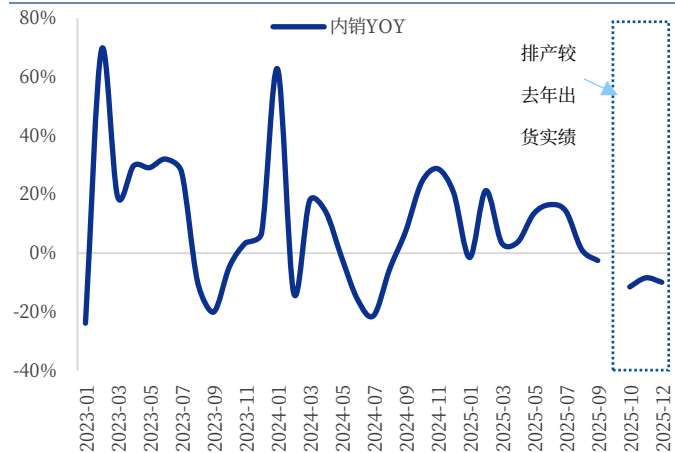
（注：排产量YOY指内销排产较去年同期内销出货实绩变化）

图8：家用空调内销出货量（月度）



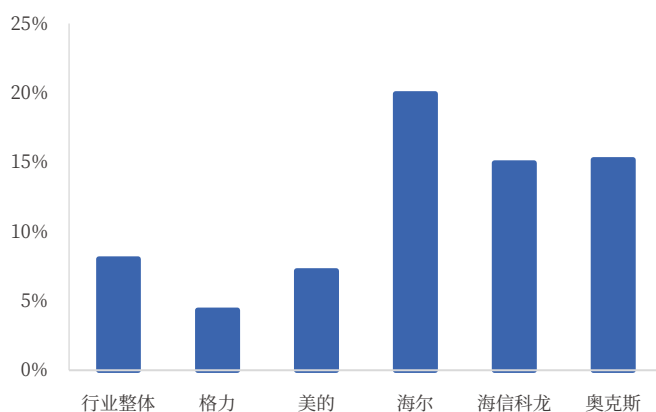
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图9：家用空调内销出货量及排产同比增速（月度）



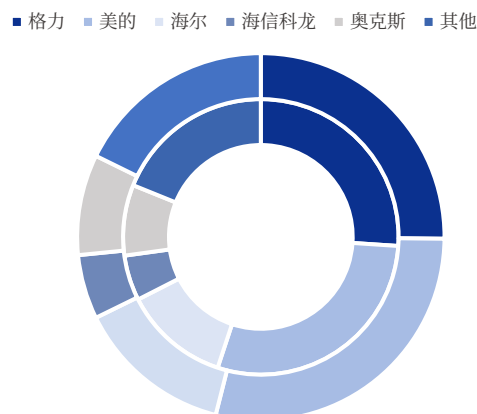
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图10：家用空调主要公司内销出货量增速（25Q1-3）



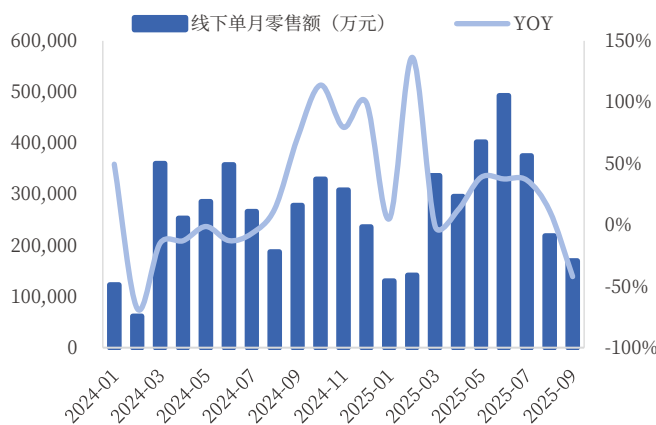
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图11：家用空调主要公司内销出货量份额（外/内，25/24Q1-3）



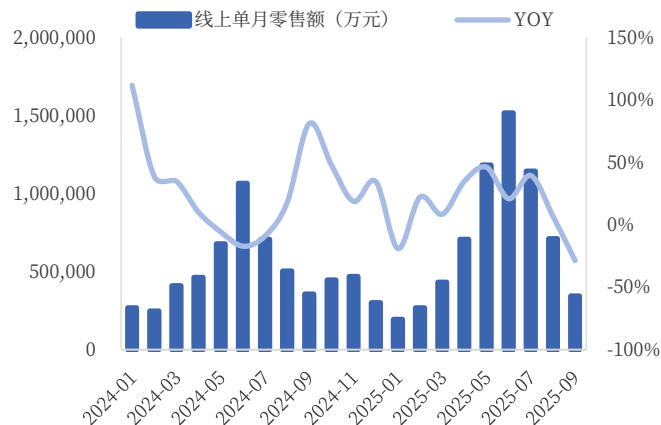
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图12：空调线下零售市场零售额监测（月度）



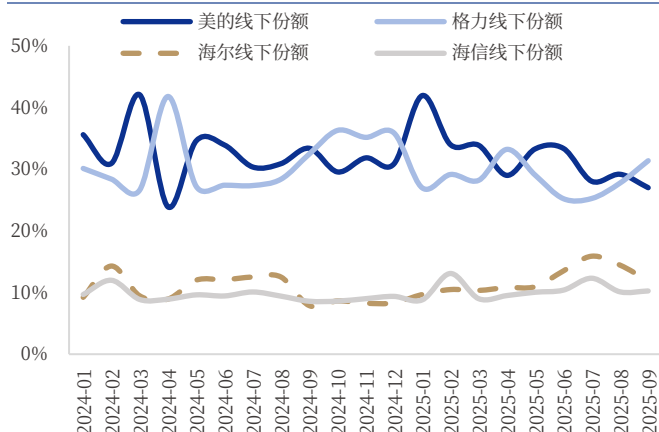
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图13：空调线上零售市场零售额监测（月度）



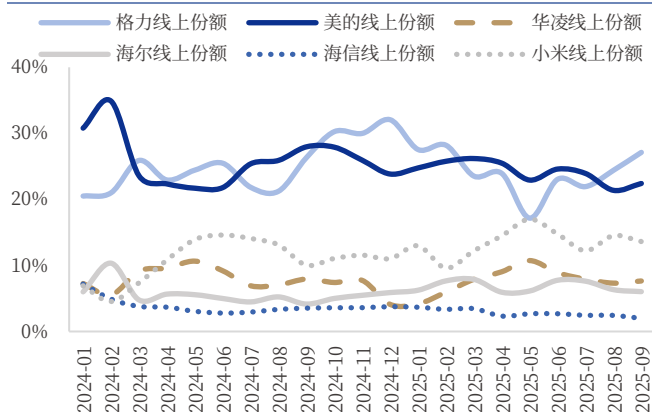
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图14: 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15: 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

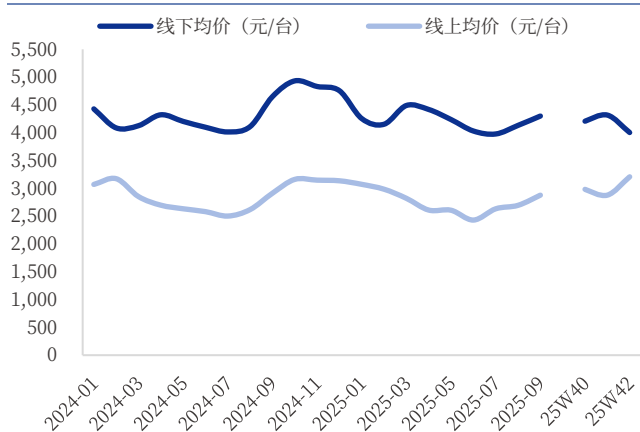
(二) 618 价格战结束后, 家用空调线上均价改善

1) 空调线下市场零售均价 4-7 月持续下行, 7 月为 3978 元/台, 较 4 月下滑 10%; 8 月均价开始回暖, 8/9 月均价为 4132/4300 元; 10 月均价先涨后跌, 第三周为 4003 元/台。线上市场零售均价年初以来逐月下降, 自 618 后开始改善, 7/8/9 月均价分别环比+8.3%/+2.4%/+6.8%, 10 月价格继续上涨至第三周均价达 3207 元/台。

2) 小米品牌自 2024Q3 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 后线上零售均价回升, 25W42 (10.13-10.19) 达到 2457 元/台, 较 6 月均价+13.1%。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。

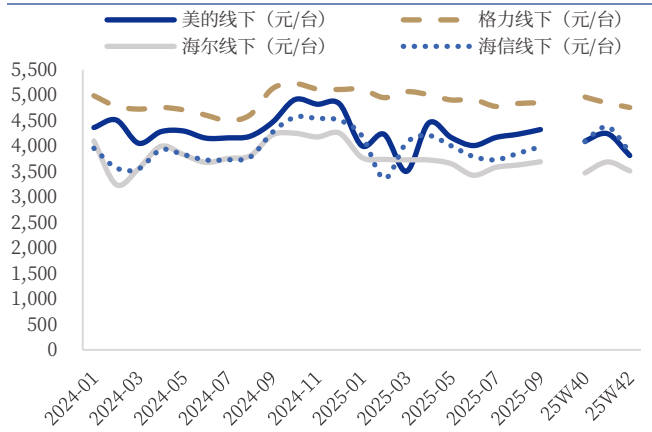
3) 2019-2021 年空调零售市场竞争激烈。2022-2024 年美的、格力注重提升盈利能力, 空调行业竞争格局转好, 在此期间空调二三线公司普遍利润率提升, 市场份额提升。本轮价格下降, 是美的借助华凌品牌提升市场份额导致。但 618 之后竞争压力明显缓和, 25W42 (10.13-10.19) 华凌线上零售均价已达到 2359 元/台, 较 6 月均价+14.9%, 其余品牌线上零售均价均有不同程度的改善。

图16: 空调线下、线上零售均价



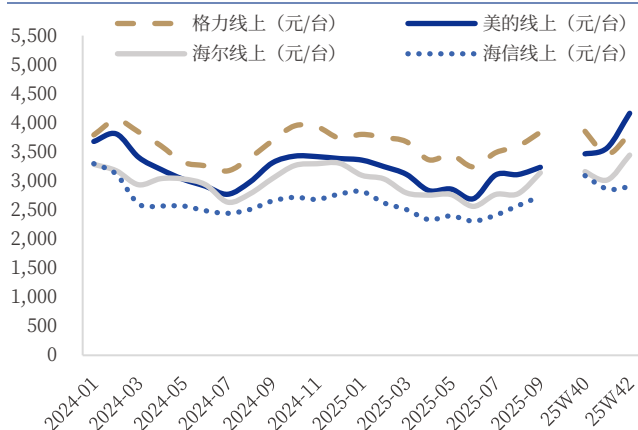
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W42 指 25.10.13-10.19, 依次类推)

图17: 空调线下零售市场各品牌零售均价



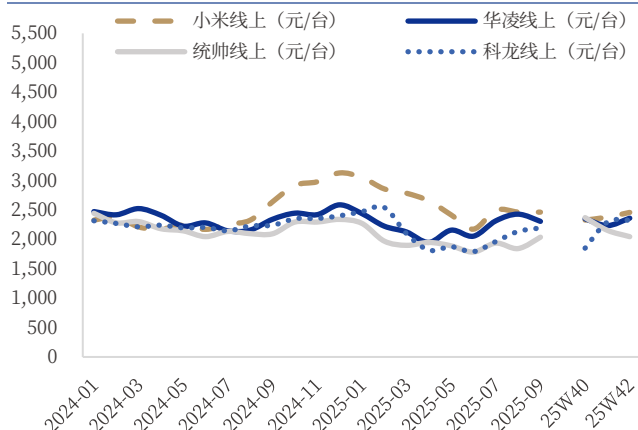
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W42 指 25.10.13-10.19, 依次类推)

图18: 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 (25W42 指 25.10.13-10.19, 依次类推)

图19: 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 (25W42 指 25.10.13-10.19, 依次类推)

（三）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

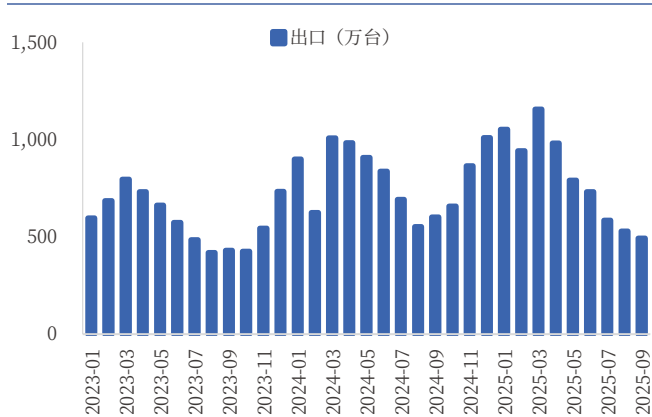
1) 产业在线数据，2025年9月空调出口出货量493.5万台，同比-18.1%；10/11/12月家用空调出口排产较去年同期出口实绩-9.4%/-6.6%/-1.2%，继续反映了美国订单转移到海外，出口同比基数偏高的预期。

2) 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。

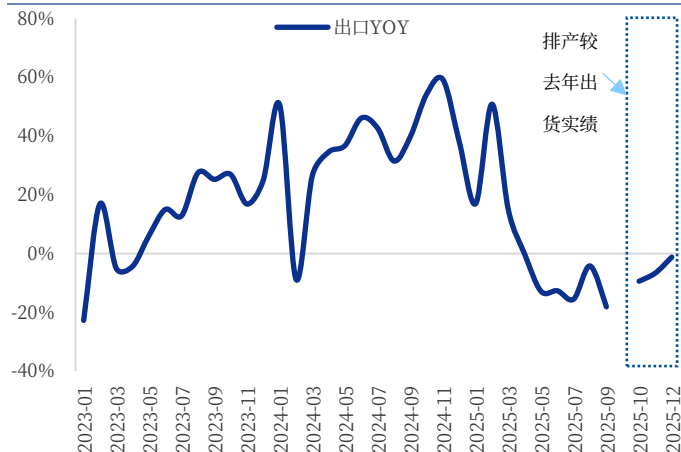
4) 新兴市场国家以及欧洲地区空调渗透率低，由于全球多年出现高温，空调出口多年来高增长，特别是2024年，目前有一定的渠道库存在去化中。但渗透率提升的趋势，以及全球气候变暖的趋势未变。

图20: 家用空调出口出货量（月度）



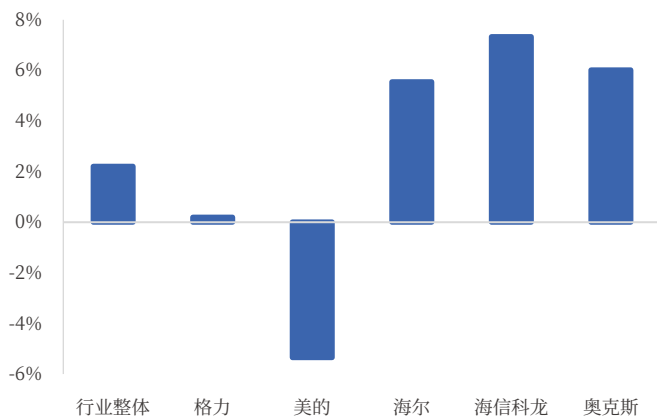
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图21: 家用空调出口出货量及排产同比增速（月度）



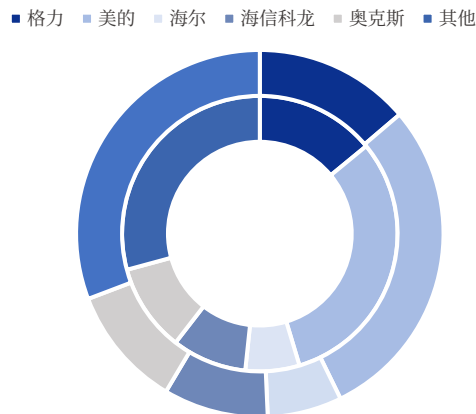
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图22: 家用空调主要公司出口出货量增速 (25Q1-3)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图23: 家用空调主要公司出口出货量份额 (外/内, 25/24Q1-3)



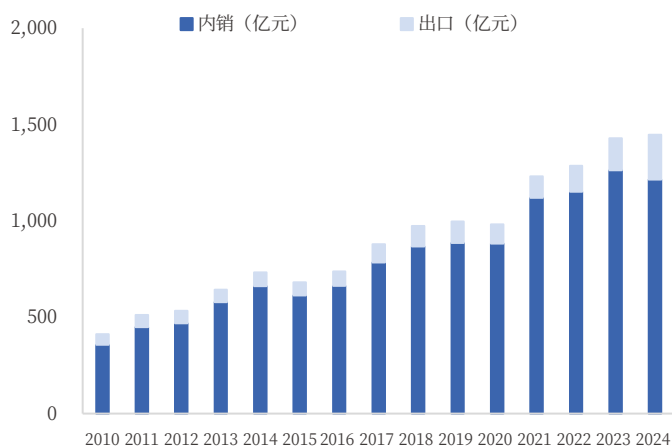
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

(四) 中央空调内销有压力, 但出口保持增长

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。

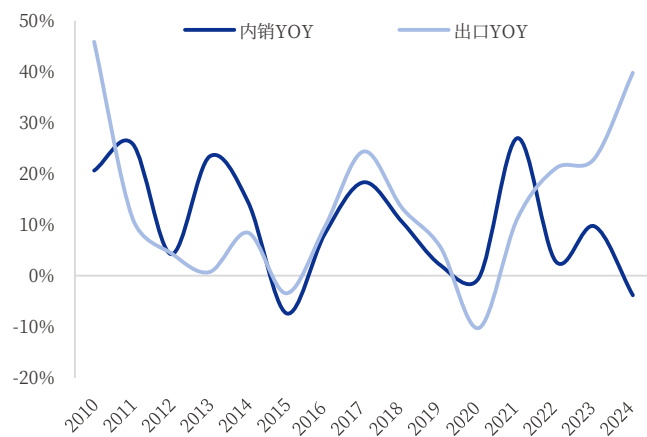
中国企业全球竞争力提升, 份额提升带动出口近年较好增长。产业在线数据, 2024 年中央空调出口额达 232 亿元, 同比增长 39.8%; 2025 年 1-8 月, 出口销售额达 168 亿元, 同比增长 16.7%, 其中 8 月同比-4.8%。

图24: 中央空调内销、出口规模 (年度)



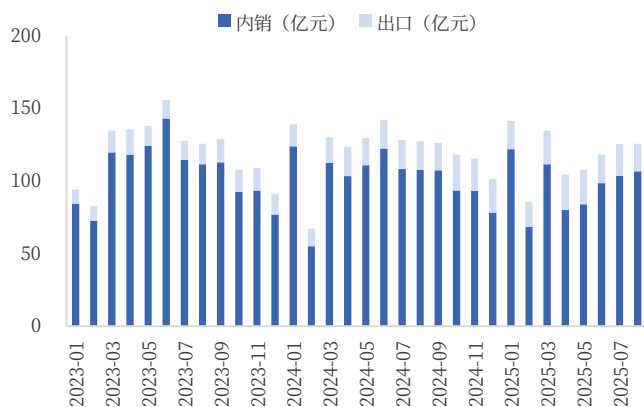
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图25: 中央空调内销、出口规模同比增速 (年度)



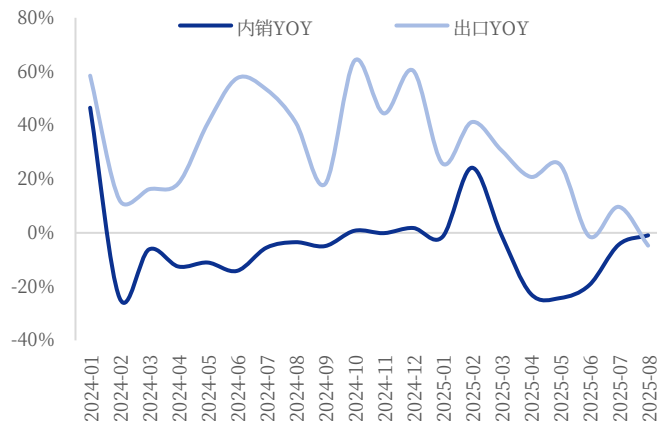
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图26：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27：中央空调内销、出口规模同比增速（月度）



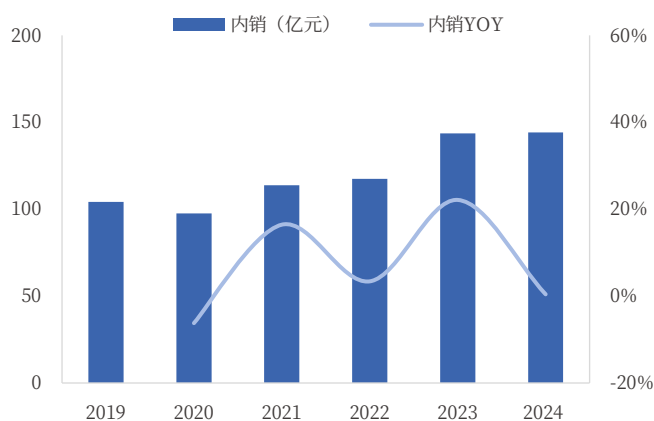
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（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 1-8 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。

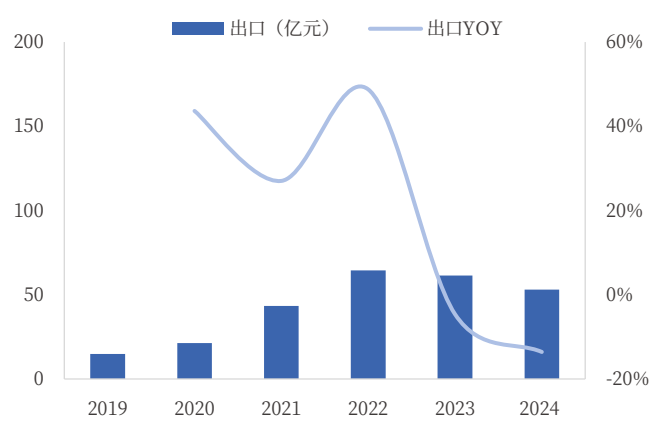
出口方面，欧洲热泵补贴政策的剧烈波动，导致热泵出口过去两年面临大力度去库存周期。2024 年下半年起，欧美热泵逐步走出去库周期，单月增速逐步改善。由于同比基数偏低，2025 年 1-8 月热泵出口同比增长 22.5%。展望未来，预计随着欧洲部分国家补贴重启，热泵出口有望延续改善。

图28：热泵内销规模及同比增速（年度）



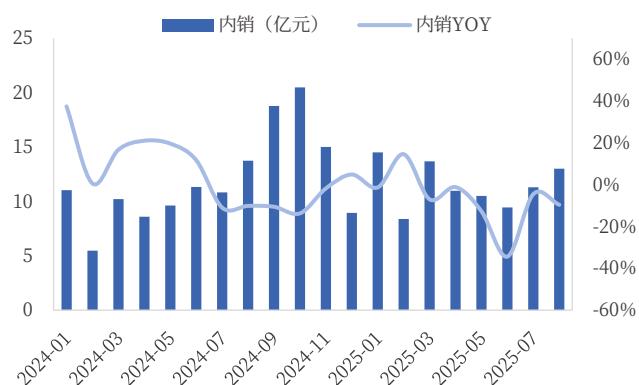
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图29：热泵出口规模同比增速（年度）



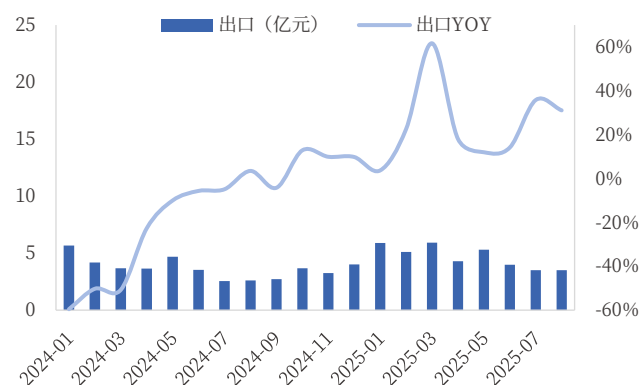
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图30：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31：热泵出口规模及同比增速（月度）



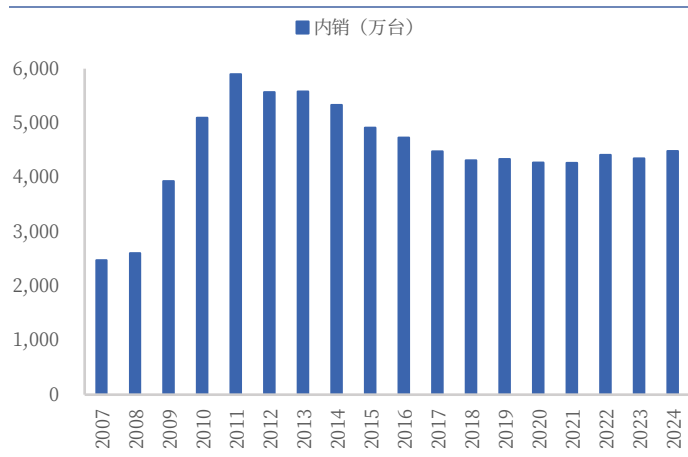
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

三、冰洗：内销以更新需求为主

（一）内销以更新需求为主，销量多年处于一平台

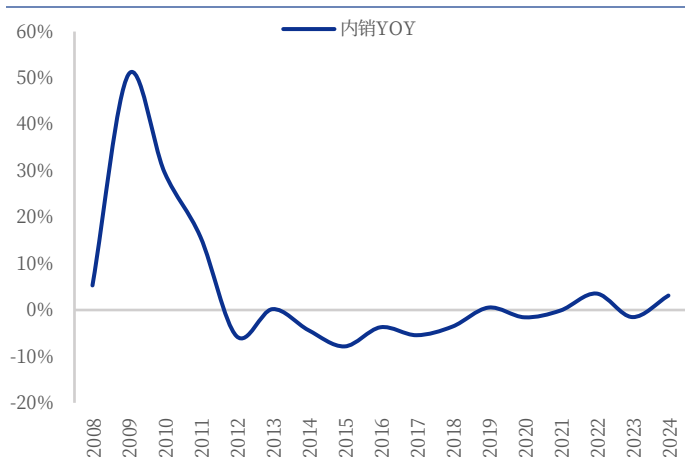
冰箱市场需求长期以更新为主，十多年前由于家电下乡出现过销售高峰。2019-2024 年期间冰箱内销量处于较为稳定的平台，时有小幅下滑或小幅增长。2024 年，受家电国补政策和以旧换新政策的推动，下半年起冰箱内销市场复苏，全年国内销量实现 3.1% 正增长（产业在线）。

图32：冰箱内销出货量（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

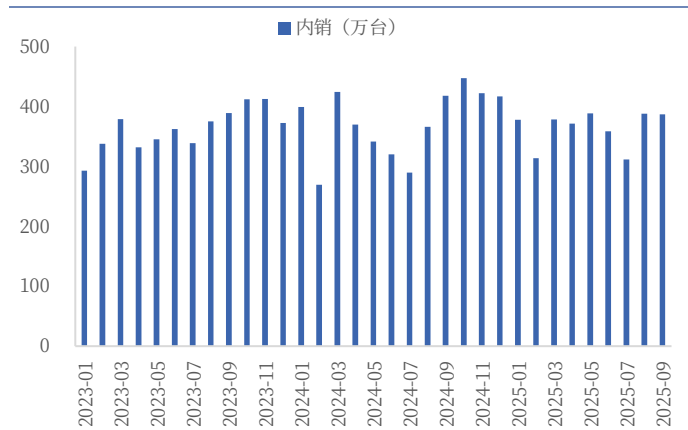
图33：冰箱内销出货量同比增速（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

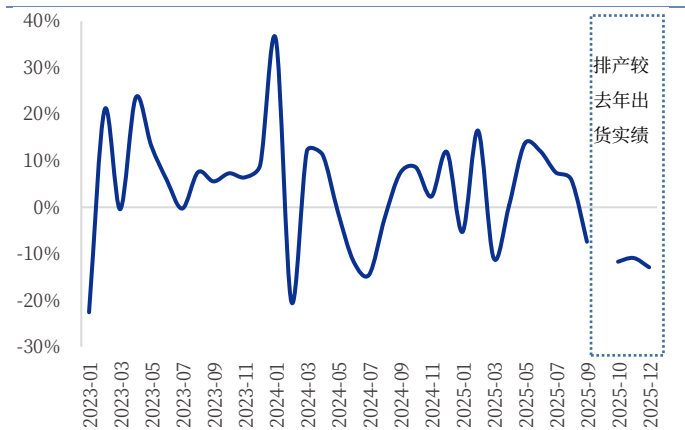
产业在线数据，2025 年 10~12 月冰箱内销排产较去年出货实绩分别同比-11.7%、-10.9%、-12.9%，较 23 年出货实绩分别同比-10.5%、-3.4%、-1.3%。

图34：冰箱内销出货量（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

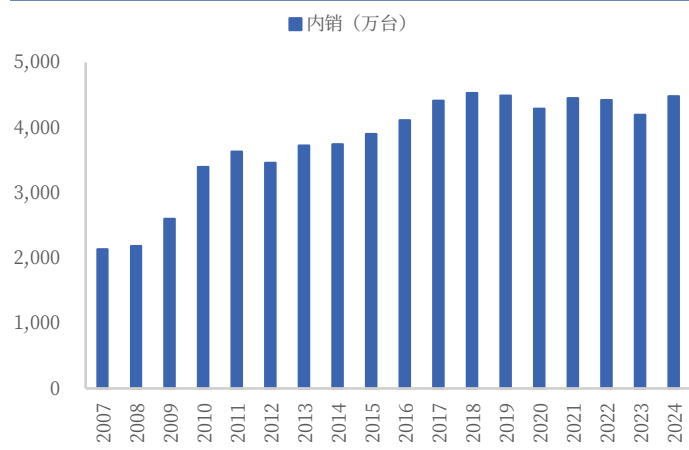
图35：冰箱内销出货量同比增速及排产情况（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

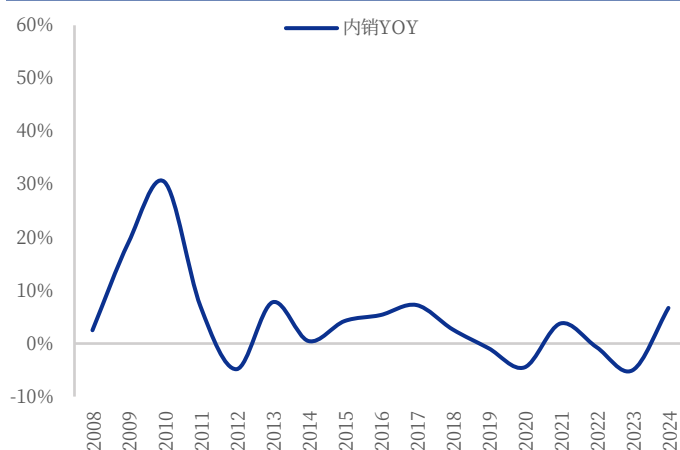
洗衣机销量情况与空调类似，得益于以旧换新政策有效激活了潜在需求，叠加消费者偏好高品质、高效产品推动产品结构升级，2024 年洗衣机内销累计达 4482 万台，同比增长 6.7%，创近年来最好增速。

图36：洗衣机内销出货量（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

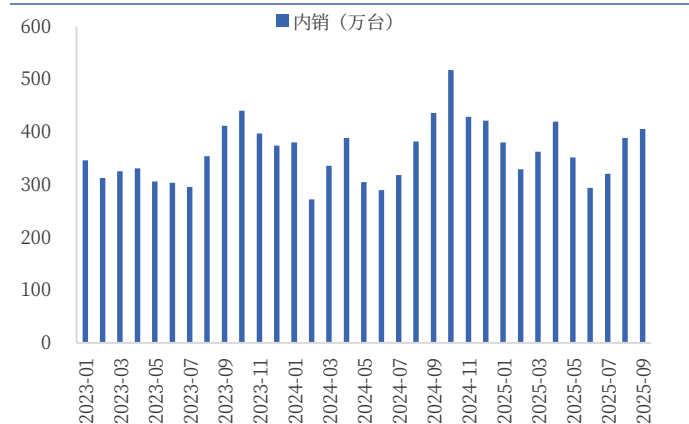
图37：洗衣机内销出货量同比增速（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

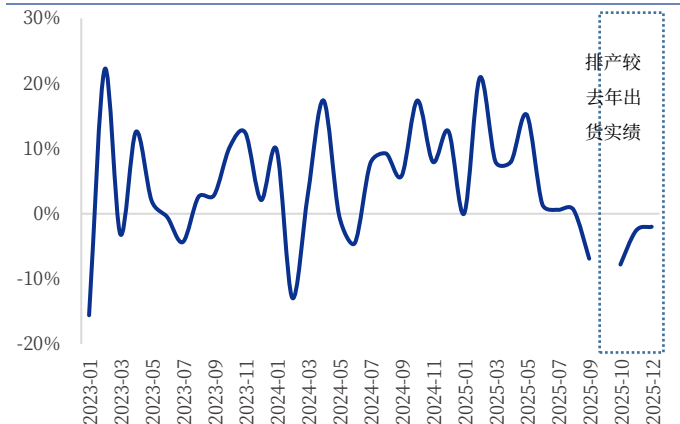
产业在线数据, 2025年10~12月洗衣机内销排产较去年出货实绩分别同比-7.8%、-2.6%、-2%，较23年出货实绩分别同比-8.8%、+26.8%、+12.4%。2025H2 预计洗衣机内销出货量约2428万台，同比-3%；2025全年内销出货量预计4566万台，同比+2%。

图38：洗衣机内销出货量（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图39：洗衣机内销出货量同比增速及排产情况（月度）

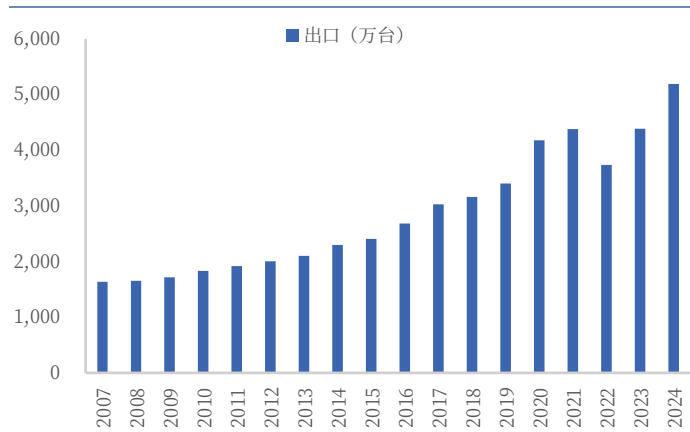


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（二）冰洗出口后续存在压力

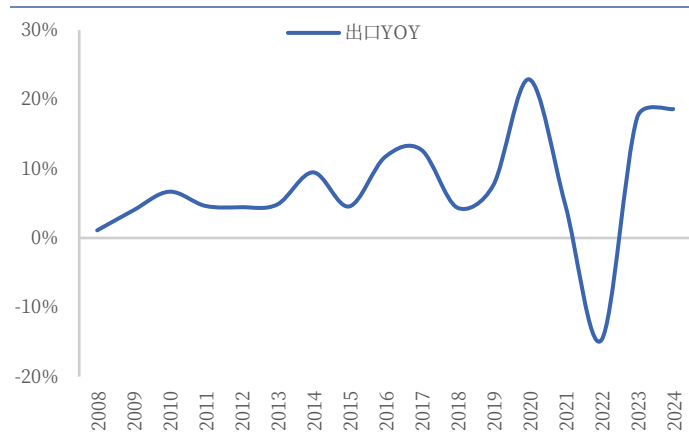
我家电企业积极实现全球化布局，叠加近年来新兴市场国家需求释放明显，2024年我国冰箱出口出货量增长18.6%，表现较为亮眼。

图40：冰箱外销出货量（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

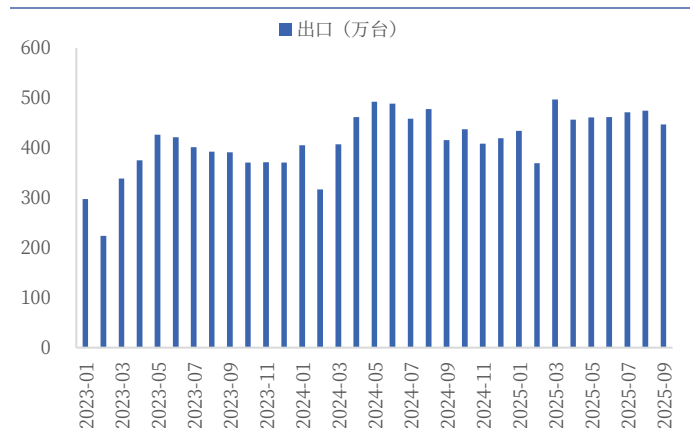
图41：冰箱外销出货量同比增速（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

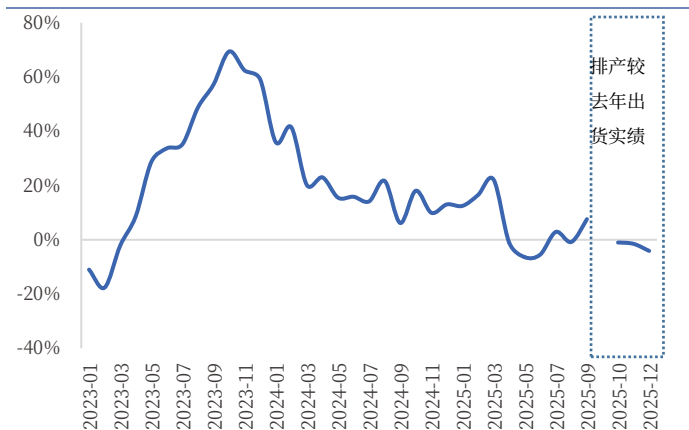
产业在线数据，2025年10~12月冰箱出口排产较去年出货实绩分别同比-1%、-1.5%、-4.1%。

图42：冰箱外销出货量（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

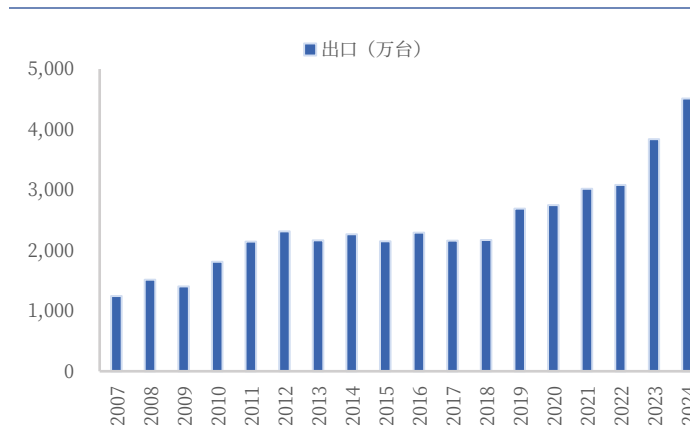
图43：冰箱外销出货量同比增速及排产情况（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

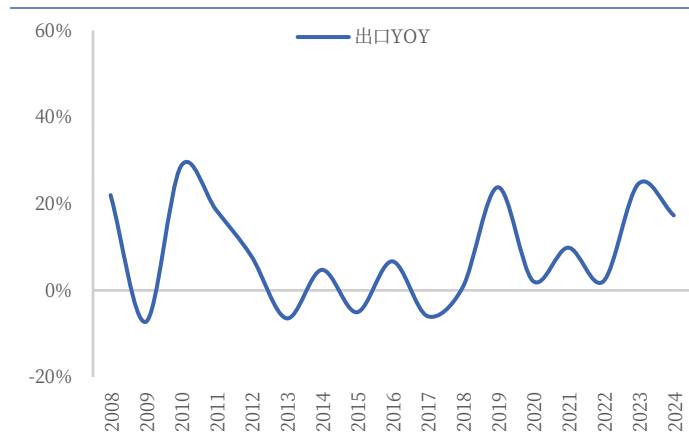
我国洗衣机在技术、成本和批量化生产等方面具备优势，叠加海外市场的关税担忧促使商家提前备货，2024年出口出货量达4511万台，同比增长17.3%。

图44：洗衣机外销出货量（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

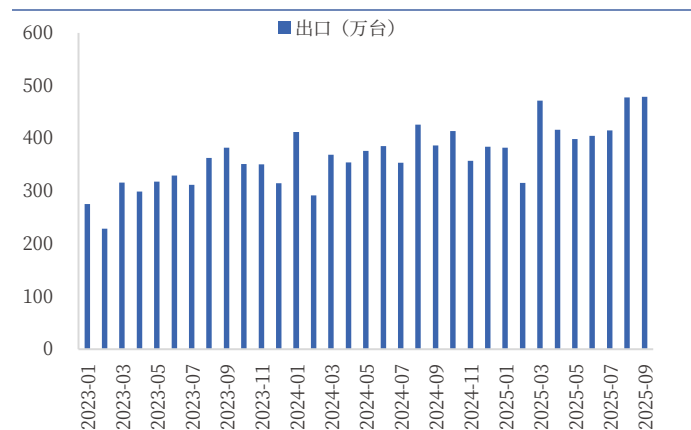
图45：洗衣机外销出货量同比增速（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

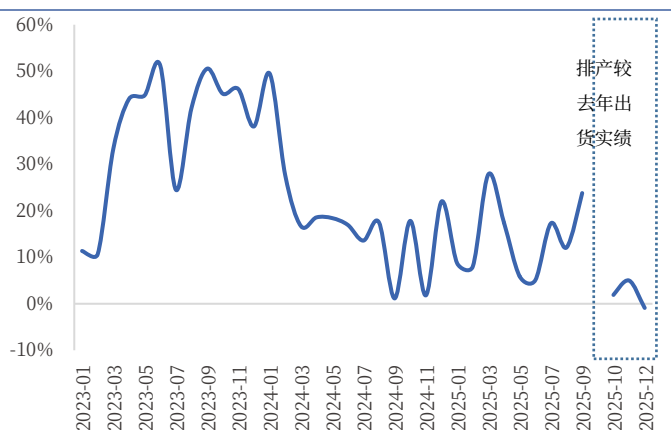
产业在线数据, 2025 年 10~12 月洗衣机出口排产较去年出货实绩分别同比+1.9%、+5%、-0.9%。
2025H2 预计洗衣机出口出货量约 2336.9 万台, 同比+1%; 2025 全年出口出货量预计 4725.7 万台, 同比+5%。

图46: 洗衣机外销出货量 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图47: 洗衣机外销出货量同比增速及排产情况 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

四、投资建议

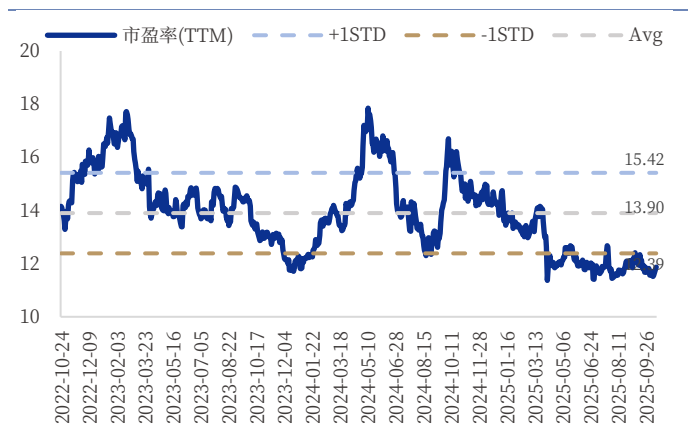
我们预计公司 2025-2027 年,公司营业收入为 3218/3446/3682 亿元;归母净利润为 217/246/275 亿元;EPS 为 2.31/2.62/2.93 元,当前股价对应 PE 为 11.2/9.8/8.8 倍,维持“推荐”评级。

表4: 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	285,981	321,784	344,580	368,170
收入增速	4.3%	12.5%	7.1%	6.8%
归母净利润(百万元)	18,741	21,685	24,592	27,479
利润增速	12.9%	15.7%	13.4%	11.7%
摊薄 EPS(元)	2.00	2.31	2.62	2.93
PE	12.92	11.16	9.84	8.81

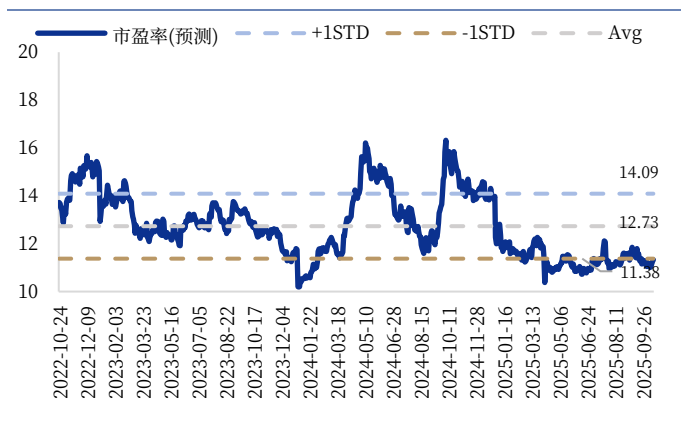
资料来源:公司公告,中国银河证券研究院(注:收盘价为 2025 年 10 月 30 日)

图48: 海尔智家 A 股历史估值区间(市盈率 TTM)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图49: 海尔智家 A 股历史估值区间(市盈率 预测)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

五、风险提示

美国关税风险; 市场需求不及预期的风险。

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	151,690	184,066	209,491	241,623
现金	55,584	89,177	110,484	133,897
应收账款	26,473	17,777	19,043	20,454
其它应收款	3,489	3,218	3,446	3,682
预付账款	2,383	1,975	2,261	2,589
存货	43,044	51,261	52,339	56,941
其他	20,716	20,658	21,918	24,060
非流动资产	138,424	136,485	133,938	130,392
长期投资	26,919	27,169	27,369	27,369
固定资产	37,519	39,352	40,282	40,426
无形资产	14,035	12,799	11,442	9,796
其他	59,952	57,164	54,845	52,801
资产总计	290,114	320,551	343,428	372,015
流动负债	149,571	165,764	172,382	183,579
短期借款	13,784	13,784	13,784	13,784
应付账款	54,588	60,088	64,697	69,556
其他	81,199	91,892	93,900	100,239
非流动负债	22,153	21,810	22,209	22,058
长期借款	9,665	9,665	9,665	9,665
其他	12,488	12,145	12,544	12,392
负债总计	171,725	187,574	194,591	205,637
少数股东权益	7,023	7,988	9,090	10,330
归属母公司股东权益	111,366	124,988	139,747	156,049
负债和股东权益	290,114	320,551	343,428	372,015

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26,543	46,962	35,812	39,240
净利润	19,576	22,651	25,693	28,720
折旧摊销	8,081	8,010	8,702	9,368
财务费用	2,280	779	779	779
投资损失	-1,913	-2,189	-2,261	-2,461
营运资金变动	-2,532	15,140	1,557	877
其他	1,052	2,570	1,341	1,956
投资活动现金流	-20,074	-4,168	-4,277	-3,717
资本支出	-10,029	-5,892	-6,124	-5,964
长期投资	-10,810	-464	-414	-214
其他	765	2,189	2,261	2,461
筹资活动现金流	-7,914	-9,201	-10,228	-12,109
短期借款	2,889	0	0	0
长期借款	-8,700	0	0	0
其他	-2,103	-9,201	-10,228	-12,109
现金净增加额	-1,702	33,593	21,307	23,413

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	285,981	321,784	344,580	368,170
营业成本	206,487	235,385	251,842	268,714
税金及附加	1,276	1,448	1,551	1,657
销售费用	33,586	36,040	38,076	40,499
管理费用	12,110	13,837	14,472	15,095
研发费用	10,740	12,228	13,094	13,990
财务费用	973	-444	-1,183	-1,651
资产减值损失	-1,284	-220	-228	-17
公允价值变动收益	47	0	0	0
投资收益及其他	3,339	4,102	4,248	4,703
营业利润	22,912	27,172	30,748	34,553
营业外收入	184	152	157	164
营业外支出	363	286	317	322
利润总额	22,733	27,038	30,587	34,395
所得税	3,157	4,387	4,894	5,675
净利润	19,576	22,651	25,693	28,720
少数股东损益	834	966	1,101	1,240
归属母公司净利润	18,741	21,685	24,592	27,479
EBITDA	31,786	34,605	38,107	42,111
EPS（元）	2.00	2.31	2.62	2.93

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	4.3%	12.5%	7.1%	6.8%
营业利润增长率	12.4%	18.6%	13.2%	12.4%
归母净利润增长率	12.9%	15.7%	13.4%	11.7%
毛利率	27.8%	26.8%	26.9%	27.0%
净利率	6.8%	7.0%	7.5%	7.8%
ROE	16.8%	17.3%	17.6%	17.6%
ROIC	12.5%	12.6%	12.8%	13.0%
资产负债率	59.2%	58.5%	56.7%	55.3%
净资产负债率	145.1%	141.1%	130.7%	123.6%
流动比率	1.01	1.11	1.22	1.32
速动比率	0.66	0.75	0.86	0.95
总资产周转率	1.04	1.05	1.04	1.03
应收账款周转率	11.64	14.54	18.72	18.64
应付账款周转率	3.95	4.11	4.04	4.00
每股收益	2.00	2.31	2.62	2.93
每股经营现金流	2.83	5.01	3.82	4.18
每股净资产	11.87	13.32	14.90	16.64
P/E	12.92	11.16	9.84	8.81
P/B	2.17	1.94	1.73	1.55
EV/EBITDA	7.27	5.70	4.62	3.63
PS	0.85	0.75	0.70	0.66

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。《Exel》（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。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

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