

时代在变迁，经营压力凸显

2025 年 10 月 30 日

核心观点

- **公司公告：**2025 年前三季度，公司实现营收 1371.8 亿元，同比-6.5%，归母净利润 214.6 亿元，同比-2.3%。其中，2025Q1/Q2/Q3 分别实现营收 415.1/558.2/398.6 亿元，分别同比+14.1%/-12.0%/-15.1%，归母净利润 59.0/85.1/70.5 亿元，分别同比+26.3%/-10.1%/-9.9%，连续两个季度下滑。公司业绩低于市场预期。
- **毛利率小幅下滑，费用率明显较低：**2025Q1~3，公司毛利率 28.4%，同比-0.7 pct，其中 2025Q1/Q2/Q3 分别同比-1.2/-0.5/-0.3 pct，三季度毛利率下降幅度收窄。2025Q3，公司期间费用率为 8.1%，同比-1.1 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.5%/2.9%/4.3%/-2.5%，分别同比+0.2/-0.6/+0.4/-1.1 pct。财务费用率改善源于汇兑收益增加。经过多年的渠道扁平化，公司当前对经销商销售费用支持较少，销售费用率在很低的水平。
- **公司经营压力凸显：**1) 2019 年公司面临一次重大的压力，推动了渠道扁平化改革。当前公司又一次面临较大的压力，压力来自于市场性价比需求明显提升，而公司需要保持高利润率与对手竞争；此外，竞争对手实现数字化改革，而这是不亚于渠道扁平化的系统性改革。2) 反映在财报，25Q2、Q3 连续连两个季度收入 10% 以上同比下降，归母净利润分别同比-10.1%、-9.9%。3) 格力依然有品牌溢价，净利润率是暖通公司中最高的，但份额在逐步下降。公司推出晶弘空调作为性价比品牌进行狙击，但在其他空调企业普遍采用多品牌运营的背景下，可发挥空间不大。
- **暖通行业的竞争对手：**1) 公司主要竞争对手是美的、海尔、小米。2) 小米凭借性价比，以及汽车品牌的带动，家空销量快速增长。我们预期小米 2025 年全年家空销量有望超 1100 万台。小米 9 月下旬宣布对空调 10 年包修，对市场以及对小米本身产品质量形成倒逼。近期，小米武汉空调工厂投产。如能提升品质，将继续是一个活跃的挑战者。2) 海尔近些年空调产业链一体化进步明显，数字化改革效果显著，市场反应速度与成本控制能力提升，统帅品牌空调销售出现爆款。海尔 25Q3 中国市场空调收入同比增长 30%，明显高于行业。3) 美的对中国市场家空份额较为满意，诉求不高，以维稳为主。美的更注重家用中央空调、暖通楼宇科技以及海外家用空调市场的发力。在海外空调市场，热泵市场的布局是中国企业中最深入和广泛的。
- **投资建议：**考虑到零售市场的下滑以及市场竞争，我们下调公司盈利预测。预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 1709.4/1662.2/1731.5 亿元，分别同比-10.0%/-2.8%/+4.2%，归母净利润 304.6/285.3/298.8 亿元，分别同比-5.4%/-6.3%/+4.7%，EPS 分别为 5.44/5.09/5.33 元每股，当前股价对应 7.4/7.9/7.6 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。

格力电器（股票代码：000651）

推荐 维持评级

分析师

何伟

✉: 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

✉: lusiyan_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130525060001

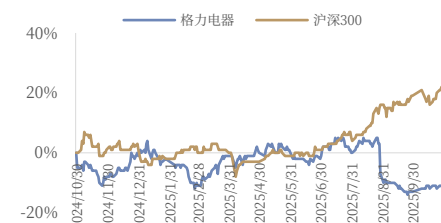
市场数据

2025 年 10 月 30 日

股票代码	000651
A 股收盘价(元)	40.47
上证指数	3,986.90
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)	2,232

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

- 1.【银河家电】公司点评_格力电器：疲于家空挑战赛，更需重视全球暖通新机遇
- 2.【银河家电】公司点评_家电行业_格力电器：渠道改革视角看公司去库存、补库存
- 3.【银河家电】公司点评_家电行业_格力电器_轻舟已过万重山，空调轻装上阵

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	190,038	170,943	166,216	173,147
收入增长率%	-7.31	-10.05	-2.76	4.17
归母净利润(百万元)	32,185	30,455	28,528	29,882
利润增长率%	10.91	-5.37	-6.33	4.74
摊薄 EPS(元)	5.75	5.44	5.09	5.33
PE	7.04	7.44	7.95	7.59

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、公司经营情况

(一) 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

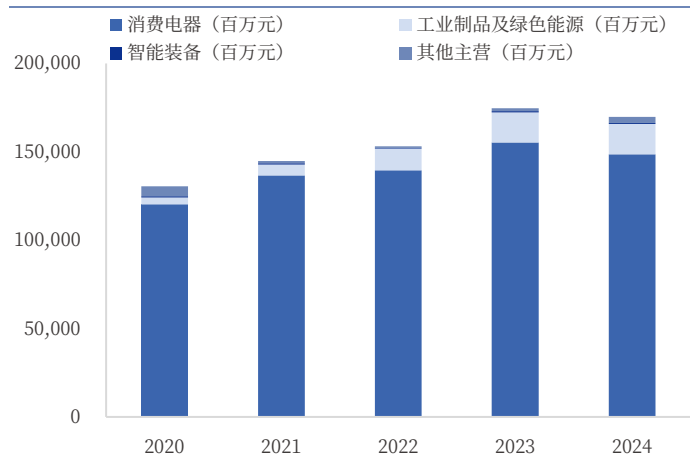
		2022	2023	2024	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1
按产品	营业收入（百万元）	188,988	203,979	189,164	99,237	104,742	99,783	89,381	97,325
	消费电器	139,427	155,218	148,560	72,175	83,044	80,371	68,189	76,279
	工业制品及绿色能源	12,300	17,109	17,246	8,403	8,707	8,188	9,058	9,591
	智能装备	432	670	424	248	422	260	164	314
	其他主营	1,006	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

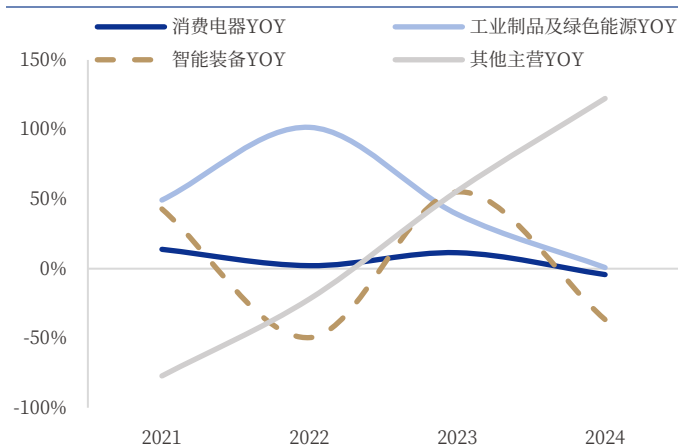
注 2：2024 年会计政策调整对毛利率造成影响，将原计入“销售费用”的保证类产品质保费计入“主营业务成本”、“其他业务成本”等科目，列报于利润表“营业成本”项目中。2024H1 毛利率仍采用原会计政策。

图1: 公司主营业务收入拆分 (年度, 按产品)



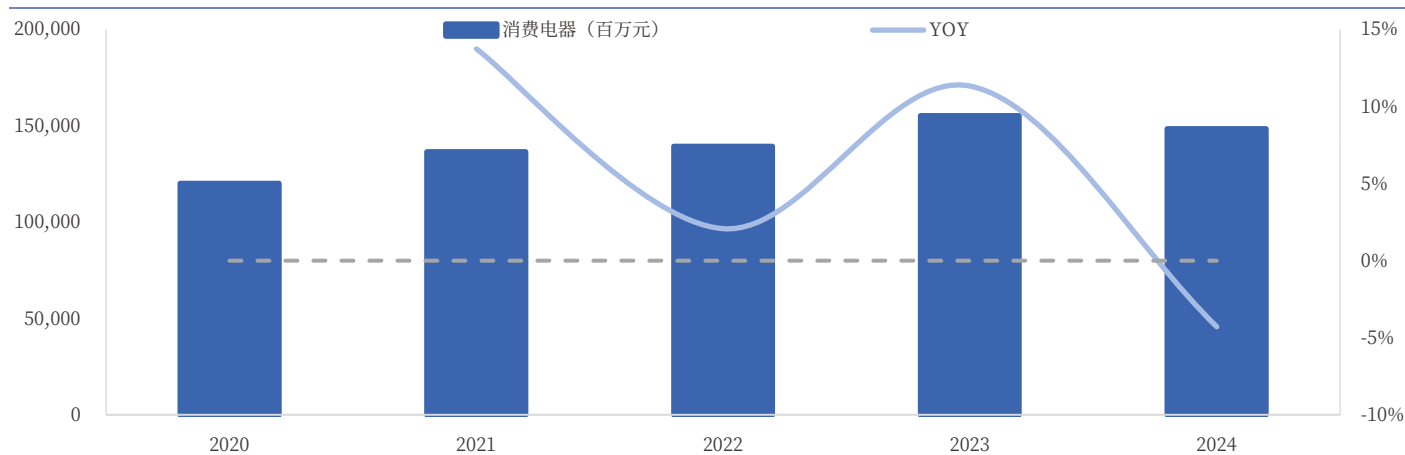
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

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

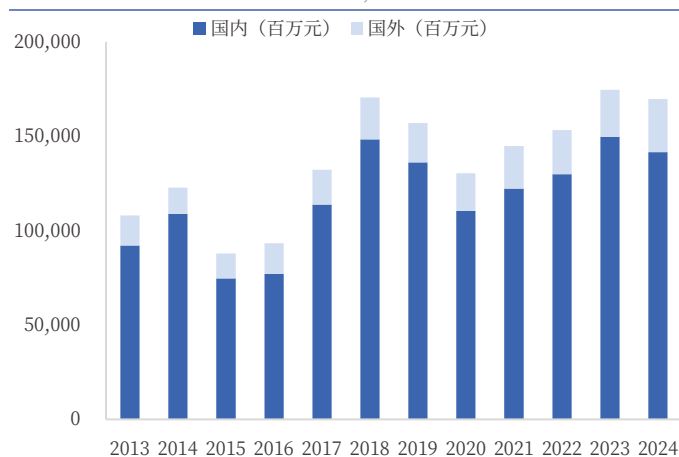
图3: 公司消费电器业务收入及同比增速 (年度)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

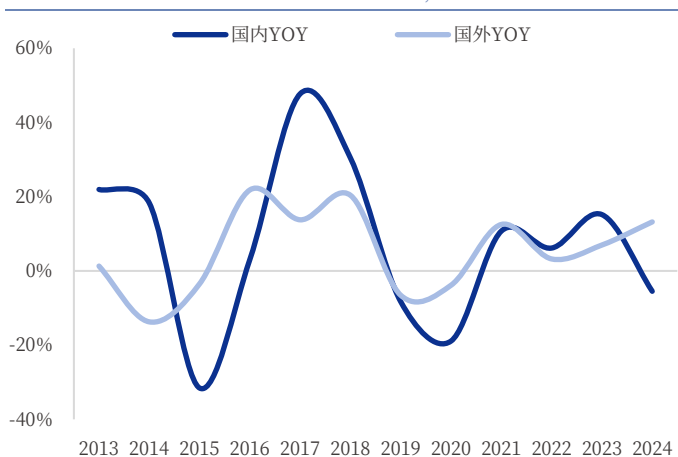
注: 消费电器=空调+生活电器

图4: 公司主营业务收入拆分 (年度, 按区域)



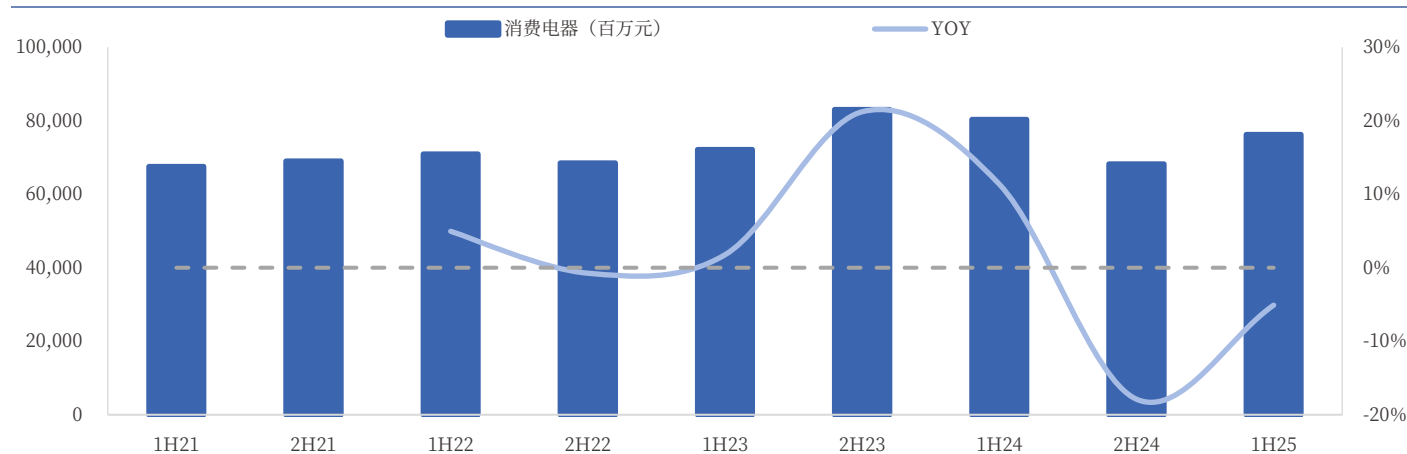
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

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

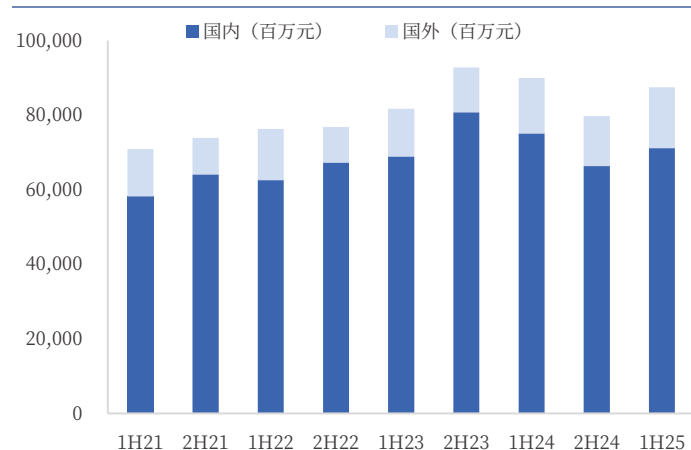
图6：公司消费电器业务收入及同比增速（半年度）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

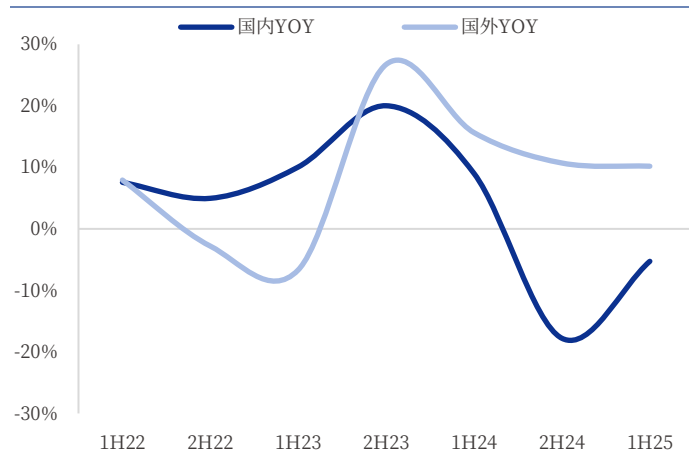
注：消费电器=空调+生活电器

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）

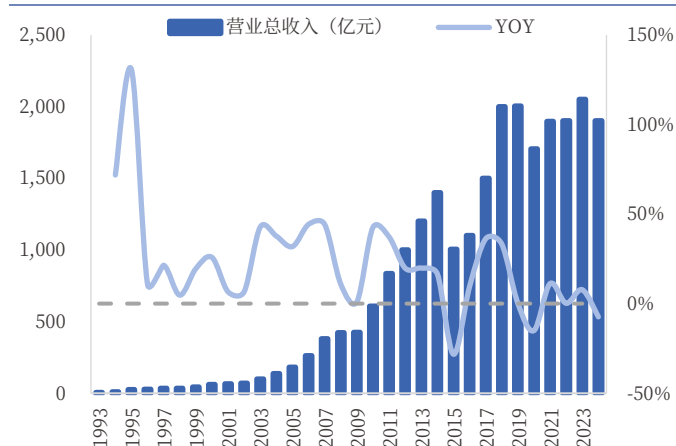


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）主要财务

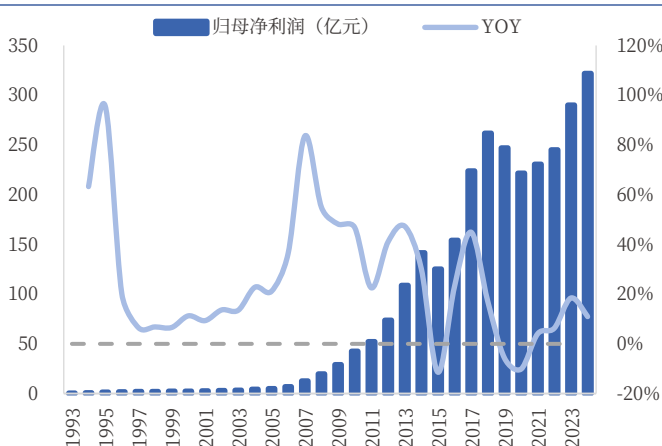
2024 年，公司实现营业总收入 1900 亿元，同比-7.3%，归母净利润 322 亿元，同比+10.9%。ROE-平均为 25.3%，同比-1.9 pct；销售毛利率为 29.43%，同比-1.1 pct；归母净利率为 16.9%，同比+2.8 pct；分红率为 52.1%，同比+6.8 pct。

图9: 公司营业总收入 (年度)



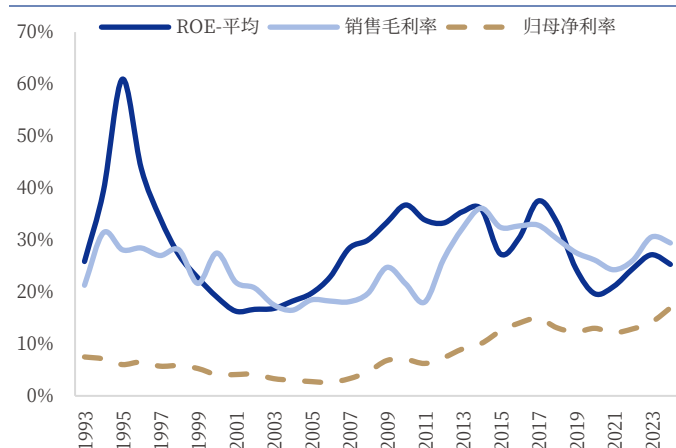
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

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

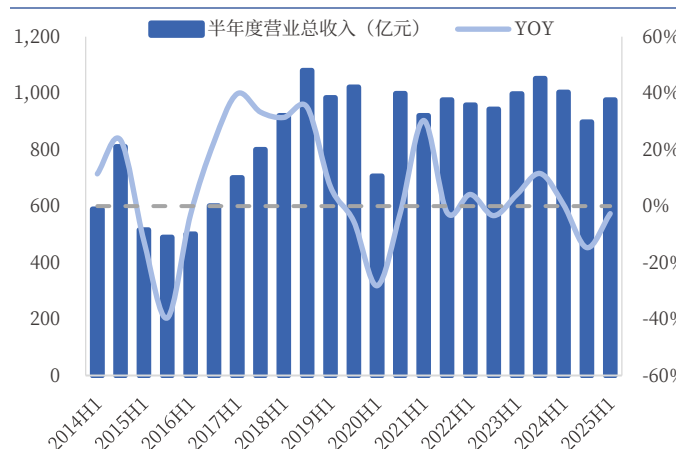
图12: 公司分红率 (年度)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

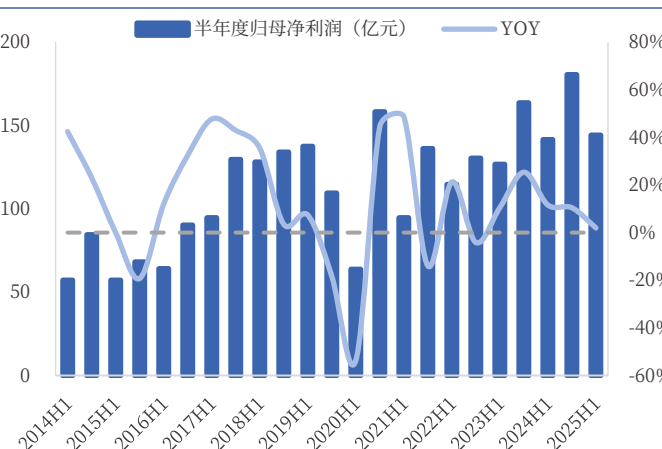
25H1, 公司实现营业总收入 976 亿元, 同比-2.7%; 归母净利润 144 亿元, 同比+2%。2025 年上半年末, 公司共有其他流动负债-销售返利 490 亿元, 同比-2%。

图13: 公司营业总收入 (半年度)



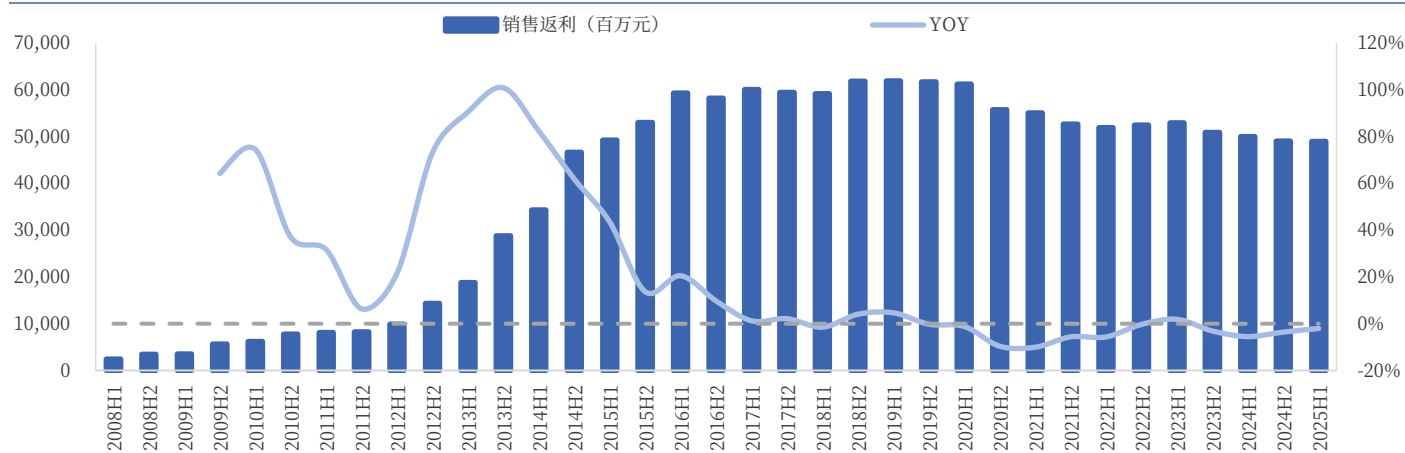
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

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

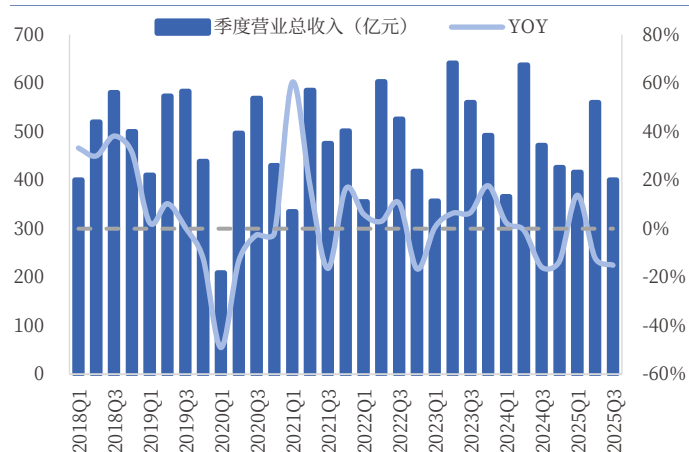
图15: 公司其他流动负债-销售返利 (半年度)



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

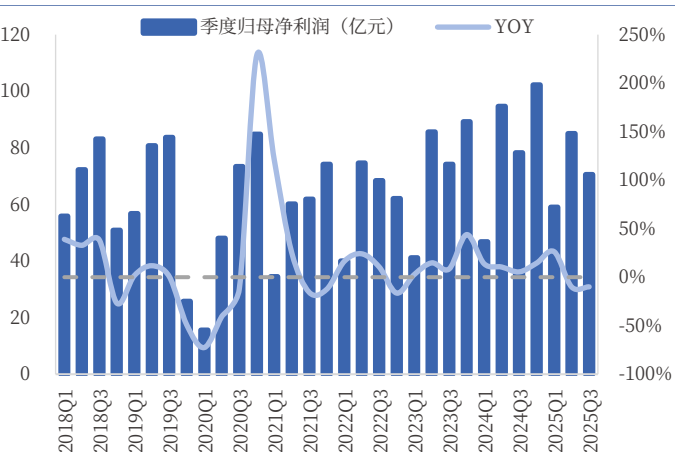
公司于 25Q1/25Q2/25Q3 分别实现营业总收入 416/560/400 亿元，分别同比+13.8%/-12.1%/-15.1%；归母净利润 59/85/70 亿元，分别同比+26.3%/-10.1%/-9.9%。

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 25Q1~3 实现营收 97.2 亿元，同比+4.1%；归母净利润 7.7 亿元，同比+18.5%；25Q3 实现营收 29.9 亿元，同比+0.1%，归母净利润 2.3 亿元，同比+33.4%。

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。

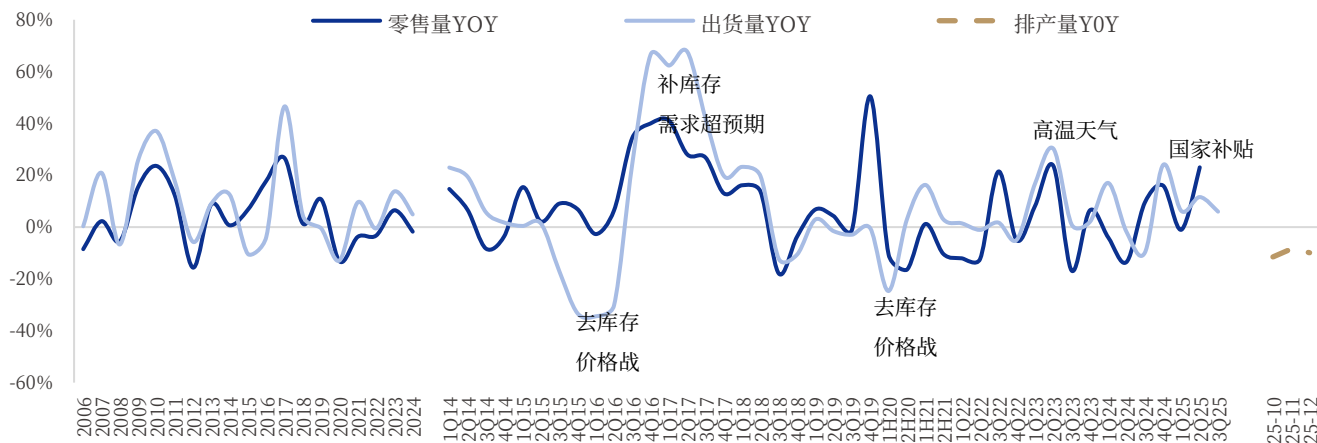
1) 产业在线数据，2025年9月空调内销出货量594.9万台，同比-2.5%。一方面受到国补退坡影响，各省份出现控制补贴额度支出速度的现象，主要体现为每日补贴限流、减少享受补贴的品类、暂停等各种方式；另一方面受到天气扰动影响，9月全国多地连续降雨导致安装受阻。

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%。

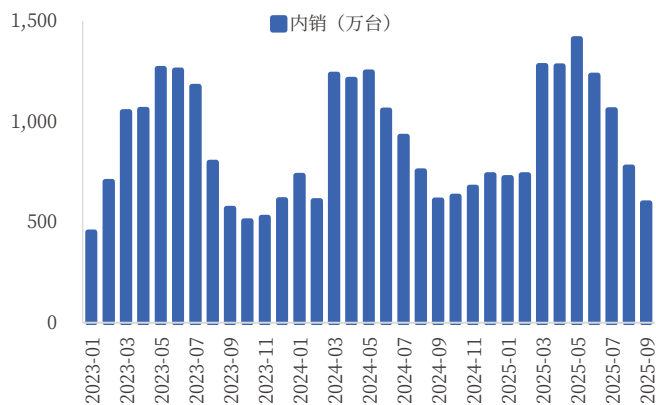
图18：中国家用空调市场零售量与出货量周期



资料来源：产业在线，奥维云网AVC，中国银河证券研究院

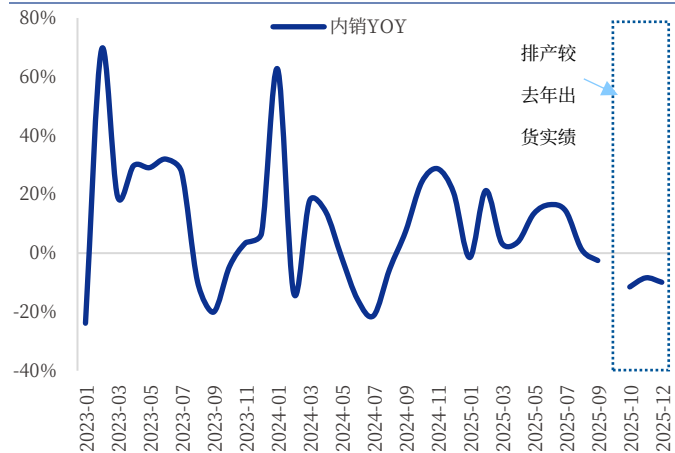
（注：排产量YOY指内销排产较去年同期内销出货实绩变化）

图19: 家用空调内销出货量 (月度)



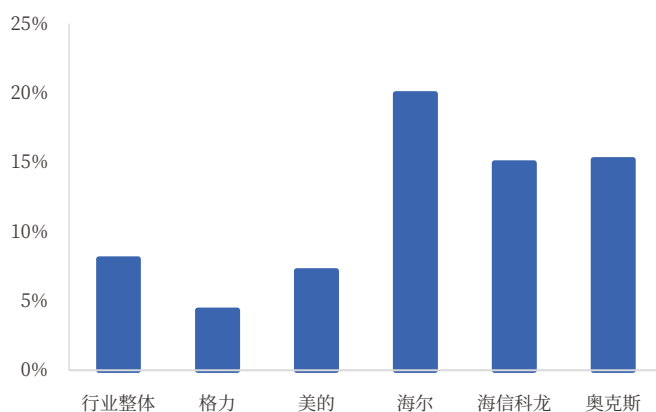
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图20: 家用空调内销出货量及排产同比增速 (月度)



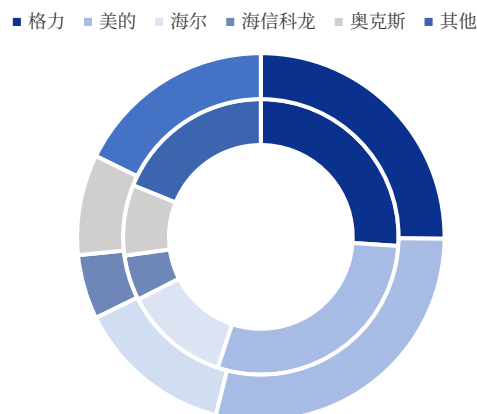
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图21: 家用空调主要公司内销出货量增速 (25Q1-3)



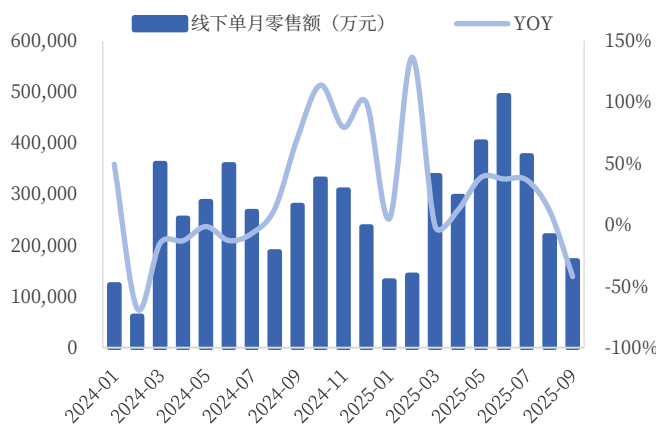
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图22: 家用空调主要公司内销出货量份额 (外/内, 25/24Q1-3)



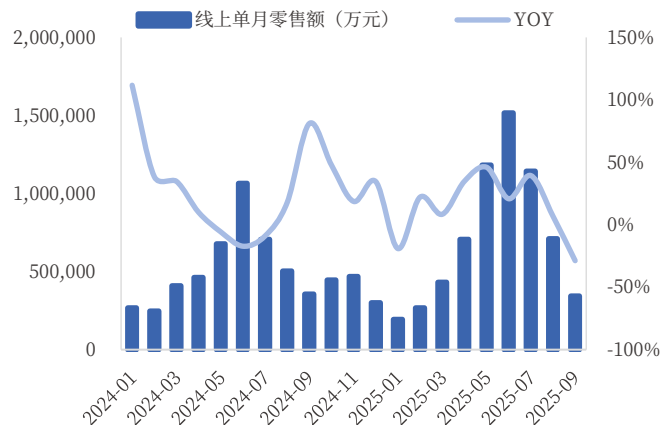
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图23: 空调线下零售市场零售额监测 (月度)



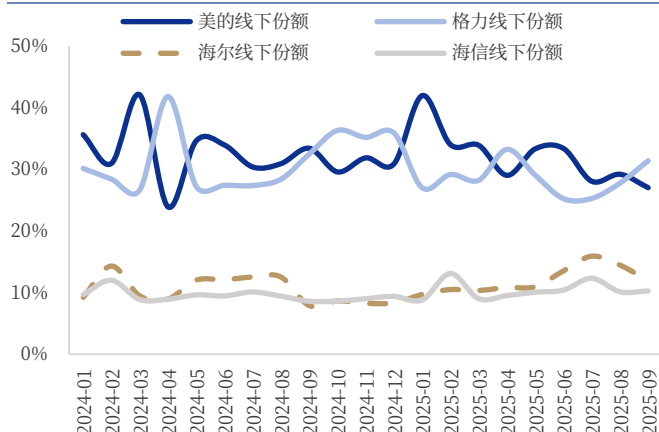
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图24: 空调线上零售市场零售额监测 (月度)



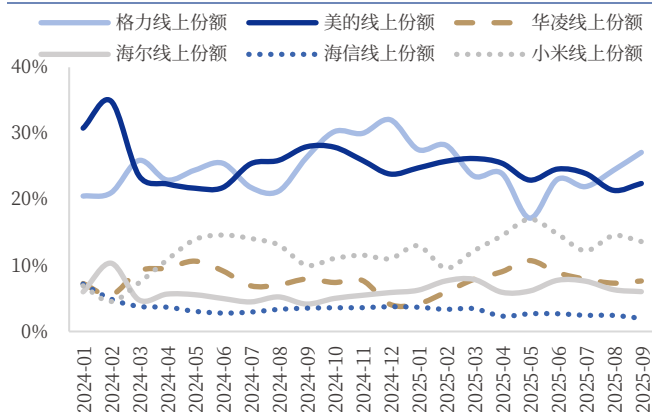
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图25: 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26: 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

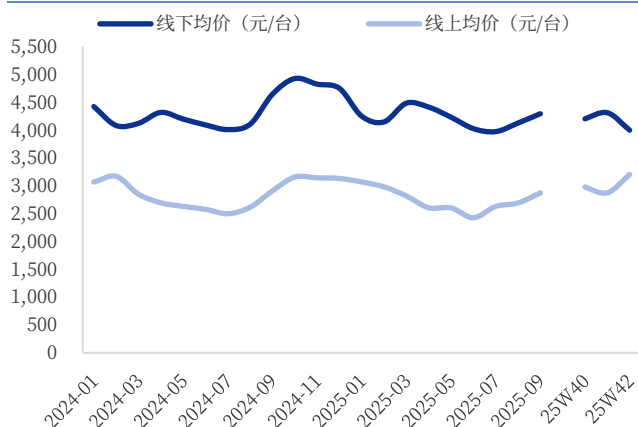
(二) 618 价格战结束后, 家用空调线上均价改善

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。

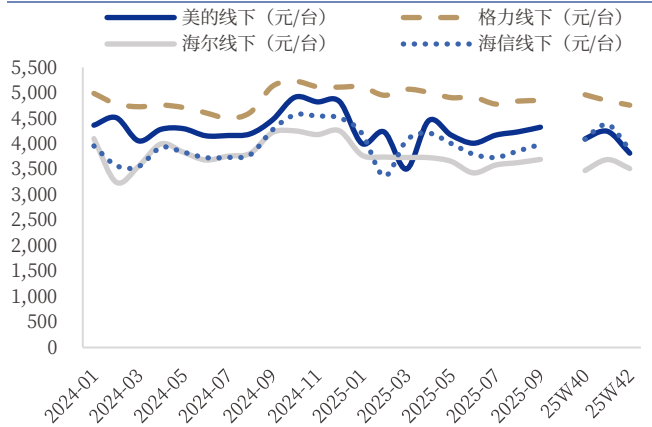
3) 2019-2021 年空调零售市场竞争激烈。2022-2024 年美的、格力注重提升盈利能力, 空调行业竞争格局转好, 在此期间空调二三线公司普遍利润率提升, 市场份额提升。本轮价格下降, 是美的借助华凌品牌提升市场份额导致。但 618 之后竞争压力明显缓和, 25W42 (10.13-10.19) 华凌线上零售均价已达到 2359 元/台, 较 6 月均价+14.9%, 其余品牌线上零售均价均有不同程度的改善。

图27: 空调线下、线上零售均价



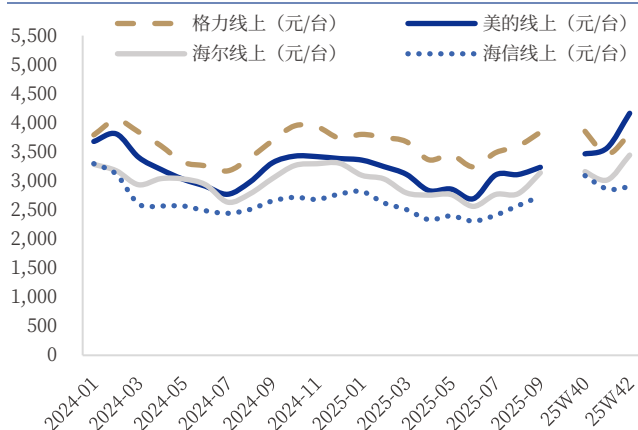
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W42 指 25.10.13-10.19, 依次类推)

图28: 空调线下零售市场各品牌零售均价



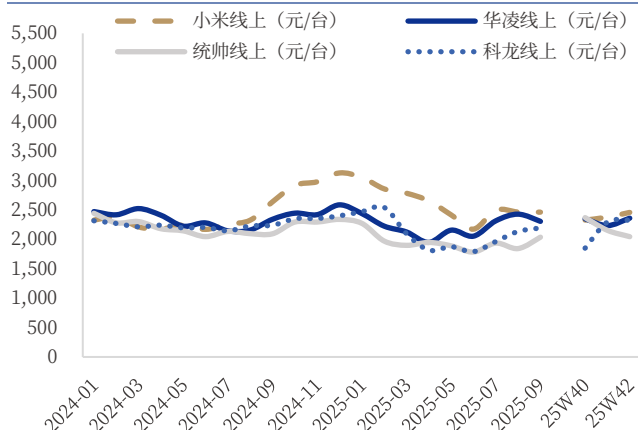
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院 (25W42 指 25.10.13-10.19, 依次类推)

图29：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30：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

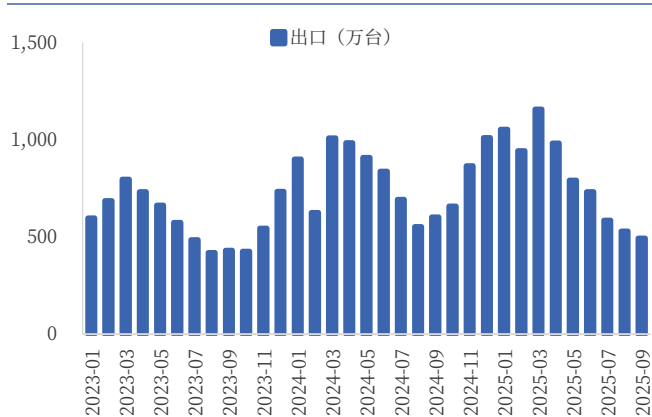
1) 产业在线数据，2025年9月空调出口出货量493.5万台，同比-18.1%；10/11/12月家用空调出口排产较去年同期出口实绩-9.4%/-6.6%/-1.2%，继续反映了美国订单转移到海外，出口同比基数偏高的预期。

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。

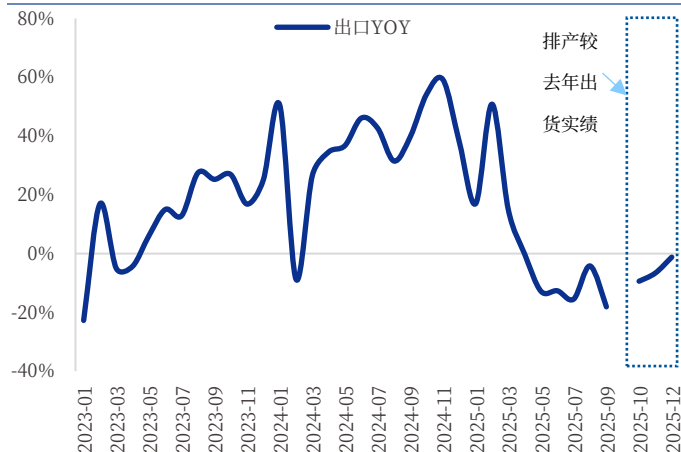
4) 新兴市场国家以及欧洲地区空调渗透率低，由于全球多年出现高温，空调出口多年来高增长，特别是2024年，目前有一定的渠道库存存在去化中。但渗透率提升的趋势，以及全球气候变暖的趋势未变。

图31：家用空调出口出货量（月度）



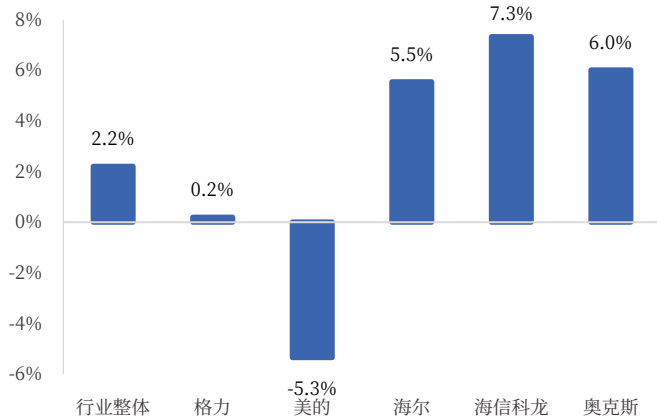
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图32：家用空调出口出货量及排产同比增速（月度）



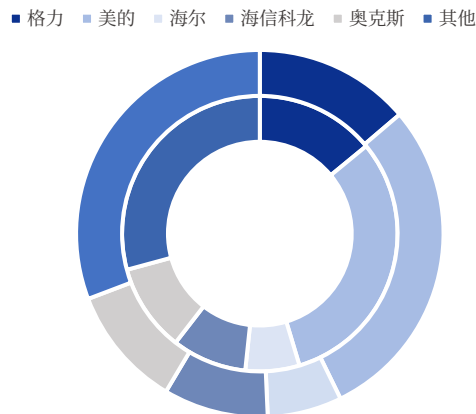
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图33: 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34: 家用空调主要公司出口出货量份额 (外/内, 25/24Q1-3)



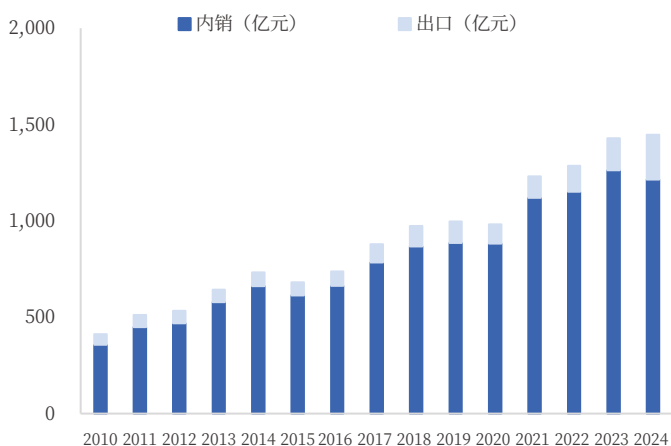
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

(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。

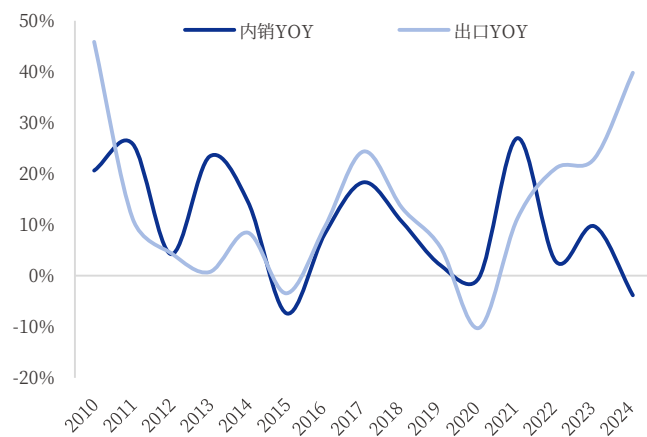
中国企业全球竞争力提升, 份额提升带动出口近年较好增长。产业在线数据, 2024 年中央空调出口额达 232 亿元, 同比增长 39.8%; 2025 年 1-8 月, 出口销售额达 168 亿元, 同比增长 16.7%, 其中 8 月同比-4.8%。

图35: 中央空调内销、出口规模 (年度)



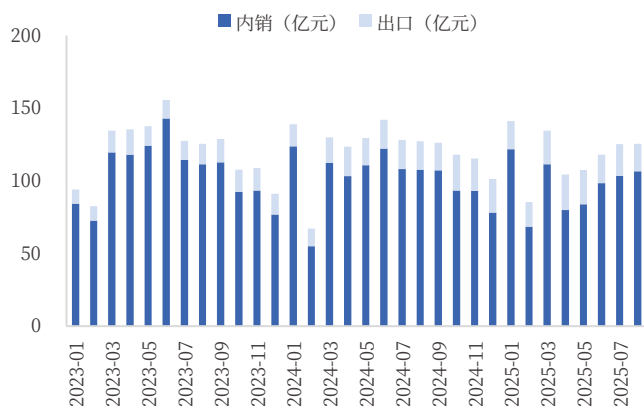
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图36: 中央空调内销、出口规模同比增速 (年度)



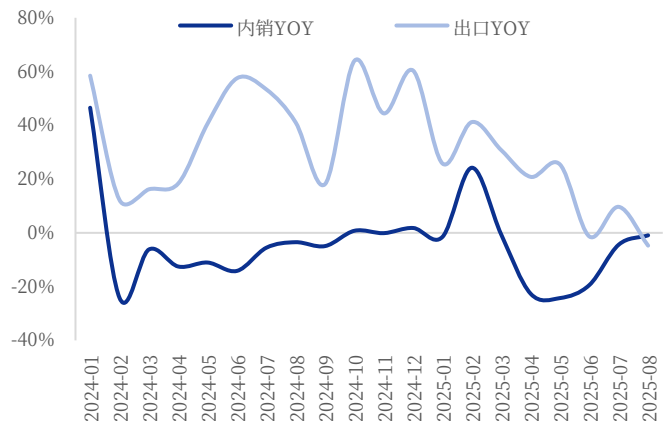
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图37：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38：中央空调内销、出口规模同比增速（月度）



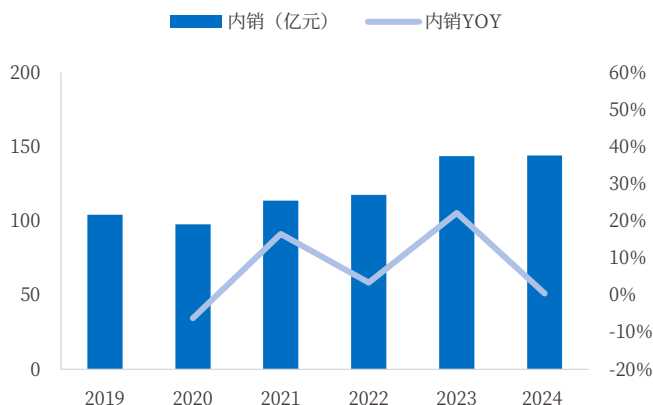
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（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。

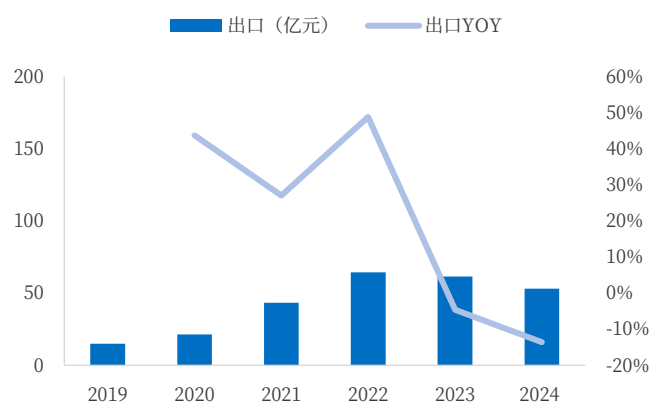
出口方面，欧洲热泵补贴政策的剧烈波动，导致热泵出口过去两年面临大力度去库存周期。2024 年下半年起，欧美热泵逐步走出去库周期，单月增速逐步改善。由于同比基数偏低，2025 年 1-8 月热泵出口同比增长 22.5%。展望未来，预计随着欧洲部分国家补贴重启，热泵出口有望延续改善。

图39：热泵内销规模及同比增速（年度）



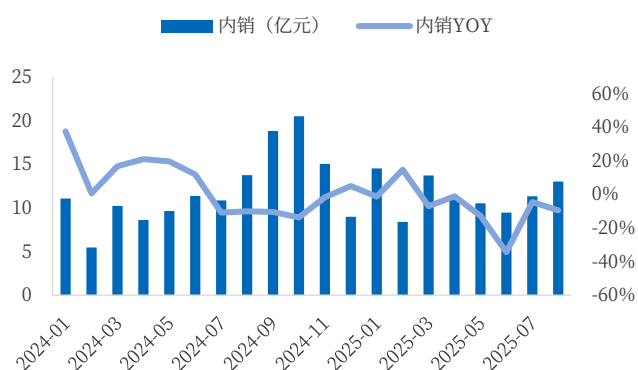
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图40：热泵出口规模同比增速（年度）



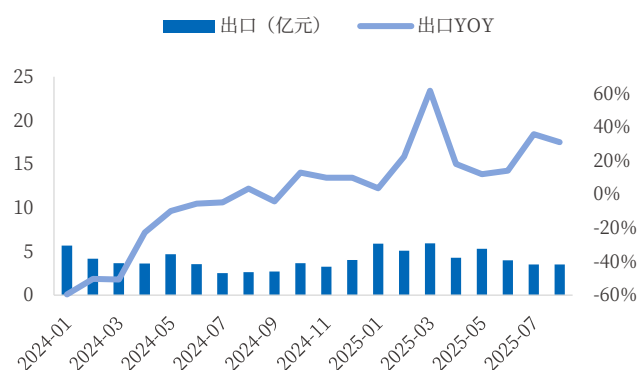
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图41：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42：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

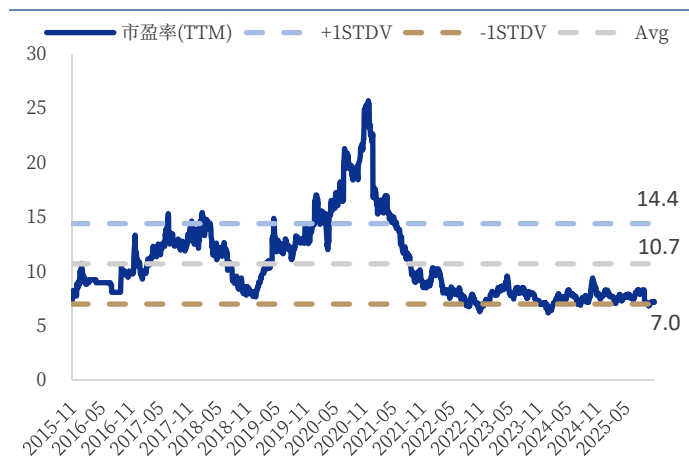
考虑到零售市场的下滑以及市场竞争，我们下调公司盈利预测。预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 1709.4/1662.2/1731.5 亿元，分别同比 -10.0%/-2.8%/+4.2%，归母净利润 304.6/285.3/298.8 亿元，分别同比 -5.4%/-6.3%/+4.7%，EPS 分别为 5.44/5.09/5.33 元每股，当前股价对应 7.4/7.9/7.6 P/E，维持“推荐”评级。

表3：主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	190,038	170,943	166,216	173,147
收入增长率%	-7.31	-10.05	-2.76	4.17
归母净利润（百万元）	32,185	30,455	28,528	29,882
利润增速%	10.91	-5.37	-6.33	4.74
完全摊薄 EPS(元)	5.75	5.44	5.09	5.33
PE	7.04	7.44	7.95	7.59

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图43：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44：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	230,096	238,167	255,995
现金	113,900	116,677	131,356	146,198
应收账款	16,832	13,953	13,771	14,604
其它应收款	870	731	713	759
预付账款	1,530	1,822	1,716	1,683
存货	27,911	28,376	26,226	27,279
其他	63,760	68,537	64,385	65,474
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	373,966	381,579	398,889
流动负债	201,125	194,154	189,809	192,742
短期借款	39,010	39,010	39,010	39,010
应付账款	47,091	34,941	36,293	38,864
其他	115,025	120,203	114,506	114,868
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	219,515	215,178	218,116
少数股东权益	4,097	4,281	4,453	4,633
归属母公司股东权益	137,417	150,170	161,949	176,139
负债和股东权益	368,032	373,966	381,579	398,889

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	29,369	26,648	37,141	36,896
净利润	32,371	30,639	28,701	30,062
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	-510	-496	-517
营运资金变动	-3,702	-8,114	2,805	578
其他	-683	-1,324	-424	-439
投资活动现金流	-15,558	-6,139	-5,720	-6,368
资本支出	-3,117	-6,649	-6,216	-6,885
长期投资	-13,785	0	0	0
其他	1,343	510	496	517
筹资活动现金流	-23,703	-17,733	-16,742	-15,686
短期借款	12,566	0	0	0
长期借款	-20,806	0	0	0
其他	-15,463	-17,733	-16,742	-15,686
现金净增加额	-9,773	2,776	14,679	14,841

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	170,943	166,216	173,147
营业成本	133,496	119,985	117,098	122,228
税金及附加	1,799	1,609	1,616	1,651
销售费用	9,753	8,496	8,923	9,298
管理费用	6,058	5,209	4,957	5,166
研发费用	6,904	5,827	5,949	6,052
财务费用	-3,300	-3,778	-3,834	-4,127
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	2,443	2,181	2,226
营业利润	36,988	35,869	33,471	34,865
营业外收入	72	87	96	85
营业外支出	165	156	166	162
利润总额	36,896	35,800	33,400	34,787
所得税	4,525	5,161	4,700	4,725
净利润	32,371	30,639	28,701	30,062
少数股东损益	186	184	172	180
归属母公司净利润	32,185	30,455	28,528	29,882
EBITDA	38,852	37,978	36,121	37,872
EPS（元）	5.75	5.44	5.09	5.33

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	-7.3%	-10.0%	-2.8%	4.2%
营业利润增长率	12.5%	-3.0%	-6.7%	4.2%
归母净利润增长率	10.9%	-5.4%	-6.3%	4.7%
毛利率	29.4%	29.4%	29.1%	29.0%
净利率	17.1%	18.0%	17.4%	17.5%
ROE	23.4%	20.3%	17.6%	17.0%
ROIC	13.7%	12.0%	10.6%	10.4%
资产负债率	61.5%	58.7%	56.4%	54.7%
净资产负债率	160.1%	142.1%	129.3%	120.7%
流动比率	1.12	1.19	1.25	1.33
速动比率	0.78	0.84	0.91	0.98
总资产周转率	0.51	0.46	0.44	0.44
应收账款周转率	11.49	11.04	11.92	12.14
应付账款周转率	3.03	2.93	3.29	3.25
每股收益	5.75	5.44	5.09	5.33
每股经营现金流	5.24	4.76	6.63	6.59
每股净资产	24.53	26.81	28.91	31.45
P/E	7.04	7.44	7.95	7.59
P/B	1.65	1.51	1.40	1.29
EV/EBITDA	4.80	4.83	4.67	4.07
PS	1.20	1.33	1.37	1.32

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