

龙头的反击，一季度空调市场份额提升

2026年04月29日

核心观点

- 公司发布 2025 年报&2026 一季报：**2025 年，营业收入 1704.5 亿元，同比-9.9%；毛利率 29.8%，同比+0.4pct；期间费用率 9.3%，同比-0.9pct；归母净利润 290 亿元，同比-9.9%；归母净利率 16.9%，同比持平；经营性现金流量净额 463.8 亿元，同比+57.9%。其中 2025Q4 营业收入 332.7 亿元，同比-21.6%；归母净利润 75.4 亿元，同比-26.2%；归母净利率 22.5%，同比-1.5pct。2025 年分红率为 57.8%，同比+5.7pct，持续强化股东回报。2020-2024 年，公司累计回购股份约 6.17 亿股，回购总金额约 300 亿元，累计注销股份约 4.14 亿股，占注销前总股本的 6.89%。2026Q1，公司营业收入 429.7 亿元，同比+3.5%；毛利率 27.4%，同比+0.1pct；期间费用率 11.8%，同比+1.5pct；归母净利润 60.8 亿元，同比+3%；归母净利率 14.1%，同比-0.1pct。
- 2026Q1 家用空调市场份额明显回升：**1) 产业在线数据，2025 年我国家用空调内销出货 10521 万台，同比+0.7%，年内呈前高后低走势，其中 H1 出货量同比+9%，H2 在国补退坡下出货量同比-10.9%。2025 年空调行业价格竞争激烈，性价比需求占比提升，市场格局加速分化，公司坚守中高端定位，市场份额承压，但毛利率，利润率维持较好。2025 年公司消费电器（空调为主）实现收入 1330.6 亿元，同比-10.4%。AVC 数据，2025 年格力品牌家用空调线上/线下零售额市占率分别为 24.3%/28.4%，同比-0.8/-3.2pct。2) 2026 年 Q1，公司家空市场份额明显回升。AVC 数据，2026Q1 格力品牌家用空调线上/线下零售额市占率分别为 27.5%/30%，均较 2025 年水平明显提升。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。2025 年下半年开始格力力推晶弘空调，定位性价比市场，增长较好，AVC 数据，2026Q1 晶弘品牌家用空调线上/线下零售额市占率分别达到 4.8%/0.9%。26 年 1 月，格力对线下经销商及格力专卖店给予基于 2025 年提货额的一次性销售奖励，或为经销商 25 年销售额的 5%，此次安排提高了线下经销商和专卖店的盈利能力，明显提升了 2026Q1 的提货意愿。此外，在行业面临成本上涨的压力下，格力明确不使用“铝代铜”，树立高端品质的品牌形象，或对消费者好感的提升起到积极作用。
- 品牌、效率、渠道共筑价值护城河：**2025 年在大宗原材料成本上涨，行业普遍承压的背景下，公司毛利率不降反升，同比+0.4pct 至 29.8%，内外销毛利率均有提升，其中消费电器（空调为主）业务毛利率为 35.3%，同比+0.4%；公司期间费用率实现 0.9pct 的下降，其中销售、管理、财务费用率均有下降。一方面，体现公司中高端品牌溢价构筑了较强的成本转嫁能力，此外通过产品结构优化、工艺革新等抵消原材料价格上涨的负面影响；另一方面，过去多年持续的渠道扁平化改革有一定效果，公司当前对经销商销售费用支持减少，销售费用率维持在很低的水平。
- 投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 1751.2/1784/1814 亿元，分别同比+2.3%/+1.9%/+1.7%，归母净利润 297.4/304.3/311.4 亿元，分别同比+2.6%/+2.3%/+2.3%，EPS 分别为 5.31/5.43/5.56 元每股，当前股价对应 7.6/7.5/7.3 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

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

杨策

✉: yangce_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050005

市场数据

2026年04月29日

股票代码	000651
A 股收盘价(元)	40.47
上证指数	4,107.51
总股本(万股)	560,141
实际流通 A 股(万股)	552,201
流通 A 股市值(亿元)	2,235

相对沪深 300 表现图

2026年04月29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_格力电器: 时代在变迁, 经营压力凸显
- 【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
- 【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

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	171,118	175,122	178,404	181,396
YOY	-10.0%	2.3%	1.9%	1.7%
归母净利润(百万元)	29,003	29,744	30,433	31,142
YOY	-9.9%	2.6%	2.3%	2.3%
摊薄 EPS(元)	5.18	5.31	5.43	5.56
PE	7.82	7.62	7.45	7.28

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为2026年4月29日）

一、公司经营情况

(一) 公司主要财务

2025 年，公司实现营业总收入 1711.2 亿元，同比-10%；营业收入 1704.5 亿元，同比-9.9%；归母净利润 290 亿元，同比-9.9%；毛利率 29.8%，同比+0.4pct；归母净利率 16.9%，同比持平。其中 2025Q4，公司营业收入 332.7 亿元，同比-21.6%；归母净利润 75.4 亿元，同比-26.2%；毛利率 35.5%，同比+5pct；归母净利率 22.5%，同比-1.5pct。2025 年，公司期间费用率为 9.3%，同比-0.9pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.9%/3.0%/3.8%/-2.4%，分别同比-0.2/-0.2/+0.1/-0.7pct。其中 2025Q4，期间费用率为 5.2%，同比-1.6pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.5%/2.6%/2.5%/-2.4%，分别同比-0.4/+0.1/-1.1/-0.2pct。

2025 年在大宗原材料成本上涨，行业普遍承压的背景下，公司毛利率不降反升，同比+0.4pct 至 29.8%，内外销毛利率均有提升，其中家用电器（空调为主）业务毛利率为 35.3%，同比+0.4%；公司期间费用率实现 0.9pct 的下降，其中销售、管理、财务费用率均有下降。一方面，体现公司中高端品牌溢价构筑了较强的成本转嫁能力，此外通过产品结构优化、工艺革新等抵消原材料价格上涨的负面影响；另一方面，过去多年持续的渠道扁平化改革有一定效果，公司当前对经销商销售费用支持减少，销售费用率维持在很低的水平。

公司持续高额分红，强化股东回报：2025 年分红率为 57.8%，同比+5.7pct。2020-2024 年，公司累计回购股份约 6.17 亿股，回购总金额约 300 亿元，累计注销股份约 4.14 亿股，占注销前总股本的 6.89%。

2026Q1，公司实现营业收入 429.7 亿元，同比+3.5%；归母净利润 60.8 亿元，同比+3%；毛利率 27.4%，同比+0.1pct；归母净利率 14.1%，同比-0.1pct。2026Q1，公司期间费用率为 11.8%，同比+1.5pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.0%/4.2%/3.3%/-1.9%，分别同比+0.6/+0.8/-0.7/+0.8pct。

表1: 公司财务数据分析

百万元	2023 合并	2024 合并	2025 合并	2025Q1 合并	2025Q2 合并	2025Q3 合并	2025Q4 合并	2026Q1 合并
营业总收入	205,018	190,038	171,118	41,639	55,980	40,034	33,465	43,080
营业收入	203,979	189,164	170,447	41,507	55,818	39,855	33,267	42,966
YOY	7.9%	-7.3%	-9.9%	14.1%	-12.0%	-15.1%	-21.6%	3.5%
其他业务收入（金融类）	1,039	874	671	132	162	179	198	114
营业总成本	170,774	154,868	137,549	34,874	46,662	32,288	23,725	36,616
减：营业成本	141,626	133,496	119,641	30,150	39,447	28,571	21,473	31,187
毛利率	30.6%	29.4%	29.8%	27.4%	29.3%	28.3%	35.5%	27.4%
减：其他业务成本（金融类）	127	159	27	3	7	13	0	2
减：税金及附加	2,114	1,799	1,912	465	499	450	499	364
减：销售费用	17,130	9,753	8,411	2,251	3,951	1,387	821	2,599
YOY	51.8%	-34.1%	-13.8%	-4.0%	-15.2%	-10.4%	-31.4%	15.5%
销售费用率	8.4%	5.1%	4.9%	5.4%	7.1%	3.5%	2.5%	6.0%
减：管理费用	6,542	6,058	5,180	1,410	1,736	1,159	876	1,823
YOY	24.2%	-7.4%	-14.5%	-18.7%	10.5%	-30.5%	-19.2%	29.3%
管理费用率	3.2%	3.2%	3.0%	3.4%	3.1%	2.9%	2.6%	4.2%
减：研发费用	6,762	6,904	6,463	1,699	2,218	1,704	841	1,440

YOY	7.7%	2.1%	-6.4%	14.2%	8.5%	-6.4%	-45.8%	-15.3%
研发费用率	3.3%	3.6%	3.8%	4.1%	4.0%	4.3%	2.5%	3.3%
减: 财务费用	-3,527	-3,300	-4,086	-1,104	-1,196	-997	-789	-799
财务费用率	-1.7%	-1.7%	-2.4%	-2.7%	-2.1%	-2.5%	-2.4%	-1.9%
期间费用率	13.1%	10.2%	9.3%	10.2%	12.0%	8.1%	5.2%	11.8%
加: 其他经营收益	-1,379	1,819	1,112	148	371	734	-140	517
营业利润	32,865	36,988	34,681	6,913	9,689	8,480	9,599	6,981
YOY	20.5%	12.5%	-6.2%	29.9%	-11.9%	-8.6%	-15.7%	1.0%
营业利润率	16.0%	19.5%	20.3%	16.6%	17.3%	21.2%	28.7%	16.2%
加: 营业外收支	-49	-92	-37	-3	-2	34	-66	-9
利润总额	32,816	36,896	34,645	6,910	9,687	8,514	9,533	6,972
减: 所得税	5,097	4,525	5,782	969	1,116	1,450	2,248	873
所得税率	15.5%	12.3%	16.7%	14.0%	11.5%	17.0%	23.6%	12.5%
净利润	27,719	32,371	28,863	5,942	8,571	7,064	7,286	6,099
YOY	20.5%	16.8%	-10.8%	28.0%	-7.3%	-3.6%	-34.7%	2.6%
净利率	13.5%	17.0%	16.9%	14.3%	15.3%	17.6%	21.8%	14.2%
减: 少数股东损益	-1,298	186	-140	37	63	15	-256	17
少数股东损益比例	-4.7%	0.6%	-0.5%	0.6%	0.7%	0.2%	-3.5%	0.3%
归母净利润	29,017	32,185	29,003	5,904	8,508	7,049	7,542	6,082
YOY	18.4%	10.9%	-9.9%	26.3%	-10.1%	-9.9%	-26.2%	3.0%
归母净利润率	14.2%	16.9%	16.9%	14.2%	15.2%	17.6%	22.5%	14.1%
总分红	13,142	16,755	16,755					
分红率	45.3%	52.1%	57.8%					

资料来源: 公司公告, iFinD, 中国银河证券研究院

(二) 公司业务拆分

分产品来看, 2025 年公司消费电器/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 1330.6/173.8/6.8/26.7/166.7 亿元, 分别同比-10.4%/+0.8%/+60.5%/-23.5%/-14.3%; 毛利率分别为 35.3%/15.5%/20.6%/21.6%/2.7%, 分别同比+0.4/-0.2/-5.4/+5.8/+0.5pct。

分区域来看, 2025 年公司内销/外销分别实现收入 1264.1/273.8 亿元, 分别同比-10.7%/-2.9%; 毛利率分别为 34.5%/24.5%, 分别同比+0.3/+0.5pct。

产业在线数据, 2025 年我国家用空调内销出货 10521 万台, 同比+0.7%, 年内呈前高后低走势, 其中 H1 出货量同比+9%, H2 在国补退坡下出货量同比-10.9%。2025 年空调行业价格竞争激烈, 性价比需求占比提升, 市场格局加速分化, 公司坚守中高端定位, 市场份额承压, 但毛利率, 利润率维持较好。2025 年公司消费电器(空调为主)实现收入 1330.6 亿元, 同比-10.4%。AVC 数据, 2025 年格力品牌家用空调线上/线下零售额市占率分别为 24.3%/28.4%, 同比-0.8/-3.2pct。

2026Q1, 公司家用空调市场份额明显回升: AVC 数据, 2026Q1 格力品牌家用空调线上/线下零售额市占率分别为 27.5%/30%, 均较 2025 年水平明显提升。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。2025 年下半年开始格力力推晶弘空调, 定位性价比市场, 增长较好, AVC 数据, 2026Q1 晶弘品牌家用空调线上/线下零售额市占率分别达到 4.8%/0.9%。26 年 1 月, 格力对线下经销商及格力专卖店给予基于 2025 年提货额的一次性销售奖励, 或为经销商 25 年销售额的 5%, 此次安排提高了线下经销商和专卖店的盈利能力, 明显提升了 2026Q1 的提货意愿。此外, 在行业面临成本上涨的压力下, 格力明确不使用“铝代铜”, 树立

高端品质的品牌形象，或对消费者好感的提升起到积极作用。

表2: 公司营业收入拆分

		2023	2024	2025	2024H1	2024H2	2025H1	2025H2
按产品	营业收入 (百万元)	203,979	189,164	170,447	99,783	89,381	97,325	73,122
	消费电器	155,218	148,560	133,055	80,371	68,189	76,279	56,776
	工业制品及绿色能源	17,109	17,246	17,381	8,188	9,058	9,591	7,789
	智能装备	670	424	681	260	164	314	367
	其他主营	1,568	3,485	2,665	1,124	2,361	1,310	1,355
	其他业务	29,414	19,448	16,665	9,840	9,609	9,830	6,835
	营业收入 YOY	7.9%	-7.3%	-9.9%	0.6%	-14.7%	-2.5%	-18.2%
	消费电器	11.3%	-4.3%	-10.4%	11.4%	-17.9%	-5.1%	-16.7%
	工业制品及绿色能源	39.1%	0.8%	0.8%	-2.6%	4.0%	17.1%	-14.0%
	智能装备	55.0%	-36.7%	60.5%	5.0%	-61.1%	20.9%	123.2%
	其他主营	55.8%	122.3%	-23.5%	24.6%	254.7%	16.6%	-42.6%
	其他业务	-17.9%	-33.9%	-14.3%	-43.8%	-19.3%	-0.1%	-28.9%
	毛利率	30.6%	29.4%	29.8%	30.5%		28.5%	31.6%
	消费电器	37.0%	34.9%	35.3%	34.8%		33.2%	38.1%
	工业制品及绿色能源	18.6%	15.7%	15.5%	24.5%		20.1%	9.9%
	智能装备	31.3%	26.0%	20.6%	26.4%		25.4%	16.5%
	其他主营	14.7%	15.8%	21.6%	17.3%		16.2%	26.8%
其他业务	4.4%	2.2%	2.7%	1.6%		1.9%	3.8%	
按区域	营业收入 (百万元)	203,979	189,164	170,447	99,783	89,381	97,325	73,122
	国内	149,662	141,513	126,407	75,119	66,394	71,160	55,247
	国外	24,904	28,203	27,375	14,825	13,378	16,335	11,040
	其他业务	29,414	19,448	16,665	9,840	9,609	9,830	6,835
	YOY	7.9%	-7.3%	-9.9%	0.6%	-14.7%	-2.5%	-18.2%
	国内	15.2%	-5.4%	-10.7%	9.0%	-17.8%	-5.3%	-16.8%
	国外	7.0%	13.2%	-2.9%	15.6%	10.7%	10.2%	-17.5%
	其他业务	-17.9%	-33.9%	-14.3%	-43.8%	-19.3%	-0.1%	-28.9%
	毛利率	30.6%	29.4%	29.8%	30.5%		28.5%	31.6%
	国内	36.8%	34.2%	34.5%	36.7%		34.6%	34.5%
国外	23.8%	24.0%	24.5%	18.2%		18.1%	34.1%	
其他业务	4.4%	2.2%	2.7%	1.6%		1.9%	3.8%	

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

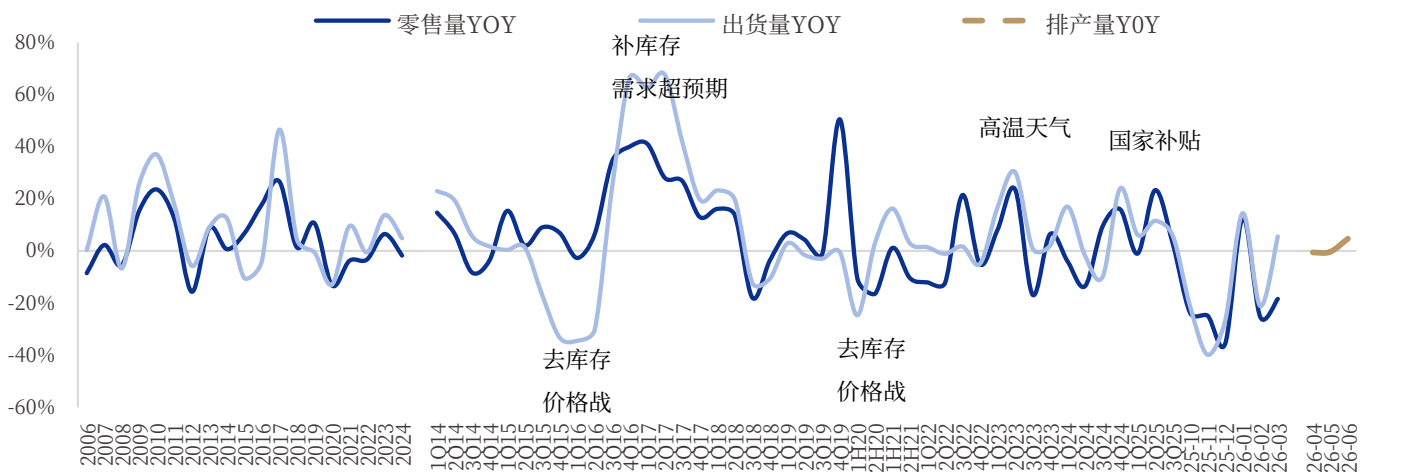
注 2: 2024 年会计政策调整对毛利率造成影响, 将原计入“销售费用”的保证类产品质保费计入“主营业务成本”、“其他业务成本”等科目, 列报于利润表“营业成本”项目中。2024H1 毛利率仍采用原会计政策。

二、暖通空调行业情况

(一) 受空调涨价预期影响，26年3月空调内销出货量+5.6%

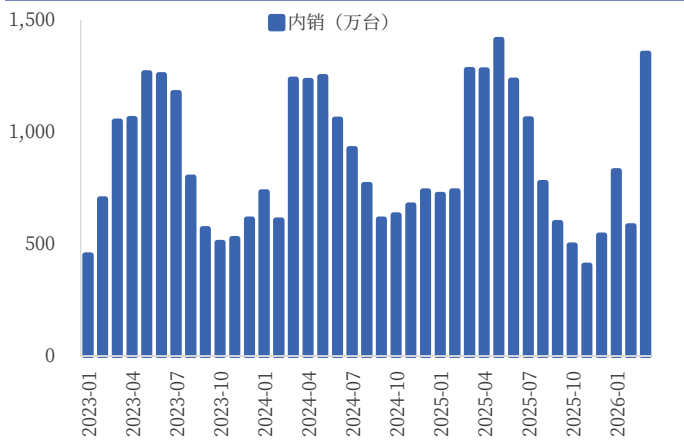
由于预期4月初空调出厂价将普遍上涨，空调渠道端积极铺货。产业在线数据，2026年3月，家用空调内销1350万台，同比+5.6%，好于之前排产预期。后续排产计划较为平稳，产业在线排产数据，4-7月排产较去年同期实绩-0.5%、-9.0%、-6.7%、-4.3%；隔年比+3.3%、+3.2%、+8.7%、+9.4%。

图1：中国家用空调市场零售量与出货量周期



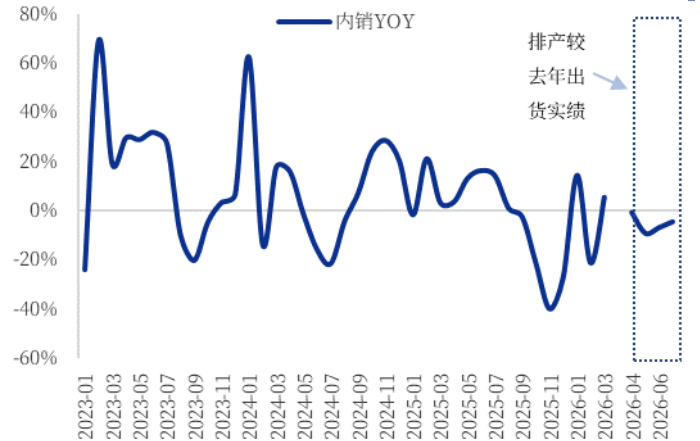
资料来源：产业在线，奥维云网AVC，中国银河证券研究院（注：排产量YOY指内销排产较去年同期内销出货实绩变化）

图2：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3：家用空调内销出货量及排产同比增速（月度）



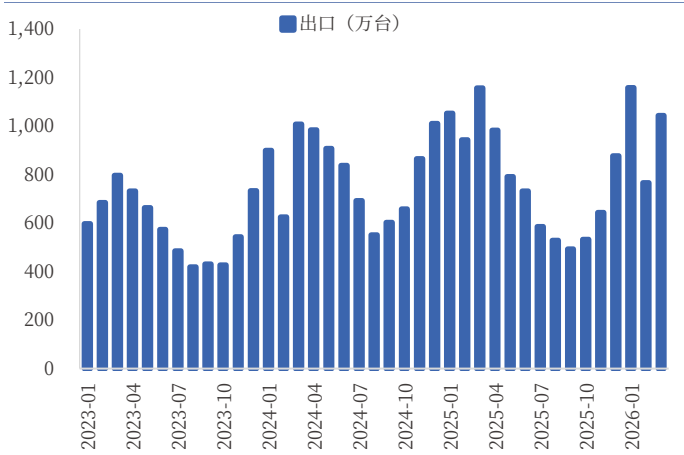
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

出口方面，产业在线数据，2026年3月，家用空调出口1044万台，同比-9.8%，较24年同期隔年比+3.6%，受美伊战争和海外需求平淡影响，出口增速较1-2月（YOY+26%）显著放缓。产业在线排产数据，4-7月排产较去年同期实绩-12.2%、-6.2%、-8.4%、-11.2%；隔年比-12.4%、-18.2%、-20.0%、-24.9%。

空调龙头全球生产基地分布广泛，关注企业全球化供应链建设。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。需求端来看，当前海外空调市场正处于一个复

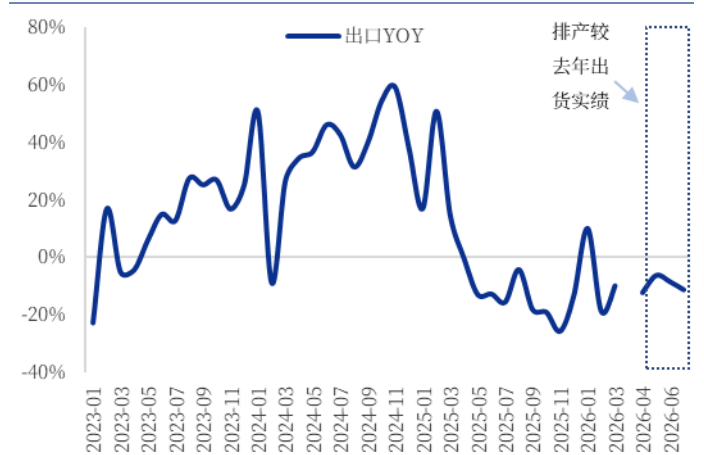
杂的过渡阶段。海外销售和我国空调出口数据疲弱表明终端消费需求平淡，高库存压力和经济不确定性仍在压制实际销售表现，不同区域间的分化格局预计将持续。

图4: 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5: 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

(二) 空调提价, 但传导并不顺畅

空调内销提价传导不畅。2025年618以来, 空调行业低价竞争激烈。2024年以来, 铜价受供需不平衡影响(铜矿减产、应用需求扩大)持续走高。铜占空调成本的30%左右, 随着铜价上涨, 行业面临成本压力, 中小空调企业成本压力相对更大, 叠加芯片短缺、人工成本增加、环保要求提升等影响, 根据AVC数据监测, 2026年根据AVC数据监测, 2026年1月、2月家用空调线上零售均价分别环比+3%、+8.5%; 线下零售均价分别环比+2.6%、+3.8%。3月家用空调线上零售均价同环比分别+3.2%/-8.8%, 线下零售均价同环比分别-7.1%/-2.3%, 均价提升趋势暂缓, 渠道价格传导并不顺畅。

表3: 2026年多个空调品牌官宣涨价

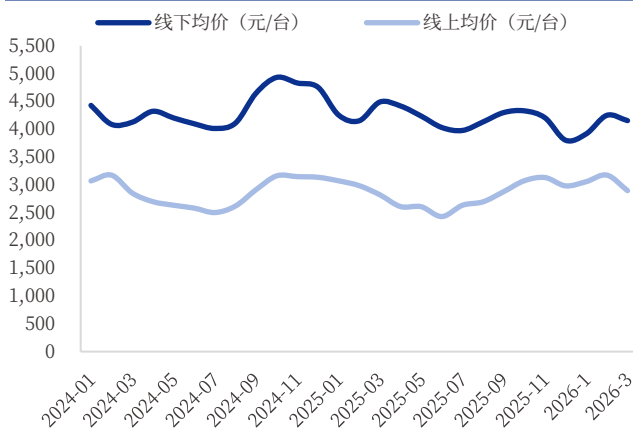
品牌/产品	价格调整
美的	4月美的酷省电1.5P空调市场成交价由2123元上涨至2199元, 上涨4%
格力	2026年4月8日, 格力电器CMO朱磊在中国制冷展上表示, 格力保护消费者利益, 坚决不涨价、不减配、不套路
海信	4月1日起切换新的价格体系, 家用空调涨价幅度在5%-30%之间
奥克斯	1月19日起, 家用空调及家用中央空调价格上调3~8%
TCL	4月1日起切换新的价格体系, 家用空调涨价幅度在5%-30%之间
美博	2025年12月16日起, 家用空调提货价上涨5%
镁刻阳光	空调全系上涨5%
夏宝电器	空调全系上调
富士通、将军	家用空调全系出厂价上涨5~12%
志高	全系上涨4~8%

资料来源: 产业在线, 艾肯家电网, 中国家电网等, 中国银河证券研究院

(三) 小米空调线上份额下降

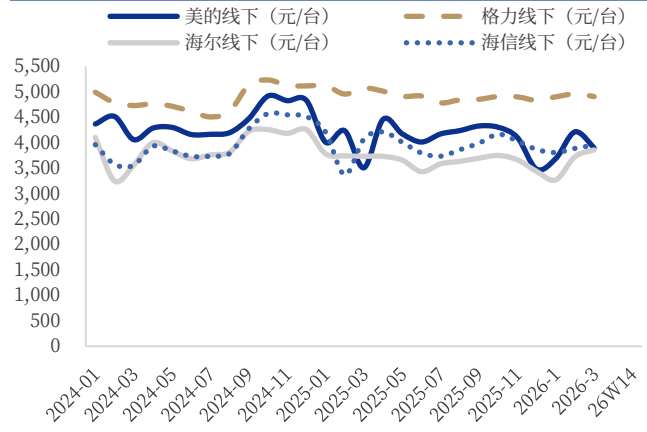
小米线上零售额份额被华凌抢占，格力系逆势提价。从竞争格局角度来看，小米线上零售额份额持续下滑，由 2025 年 11 月的 13.8% 持续下滑至 3 月的 8.2%，零售均价由 3131 元降至 2895 元；与此同时华凌线上零售额份额由 5.8% 升至 9.2%，均价由 2464 元降至 2124 元。2025 年 11 月至 2026 年 3 月，格力持续提价，线上均价由 3741 元升至 3820 元，零售额份额由 34.1% 快速下滑至 26.3%，线下则由 4898 元升至 4903 元，零售额份额小幅提升。

图6：空调线下、线上零售均价



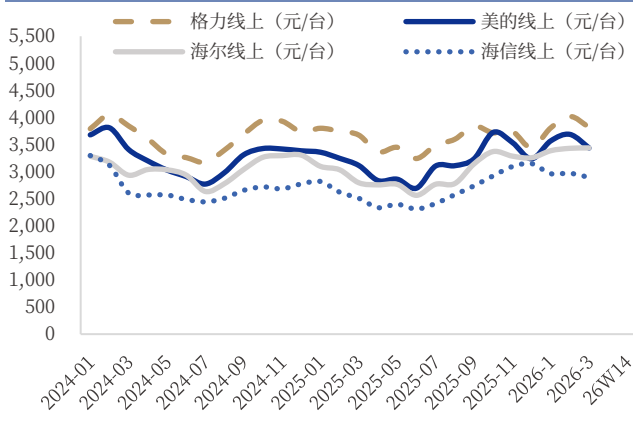
资料来源：AVC，中国银河证券研究院

图7：空调线下零售市场各品牌零售均价



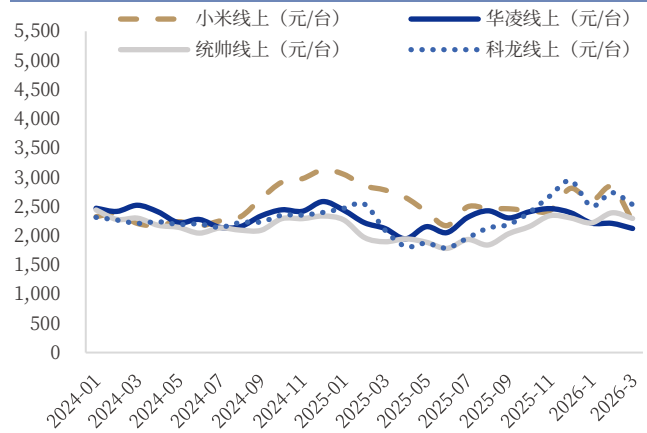
资料来源：AVC，中国银河证券研究院（注：26W14指03.30-04.05）

图8：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（注：26W14指03.30-04.05）

图9：空调线上零售市场各品牌零售均价（互联网品牌）

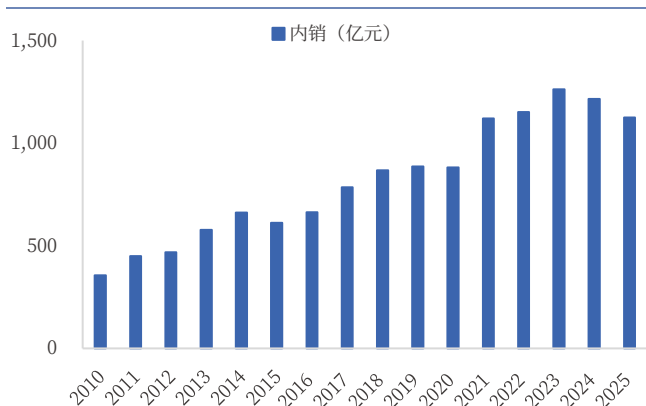


资料来源：AVC，中国银河证券研究院（注：26W14指03.30-04.05）

(四) 中央空调内销有压力，但出口保持增长

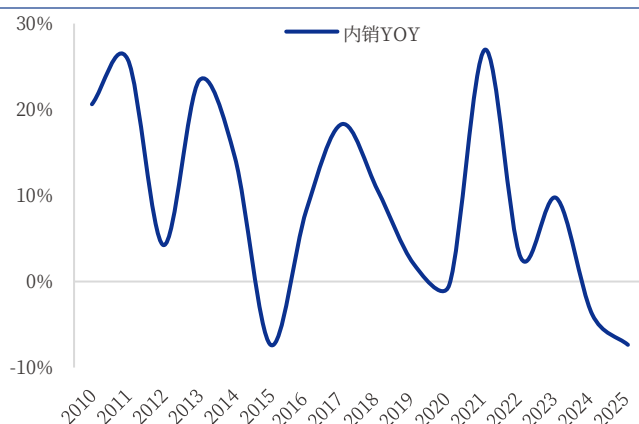
中央空调内销受房地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓负面影响。产业在线数据，2025 年中央空调内销规模为 1125.5 亿元，同比下降 7.4%，延续下滑态势。一方面继续受房地产市场低迷、传统工程需求疲软的影响；另一方面受到家用空调政府补贴后高性价比的影响，家用中央空调市场竞争也在加剧。多联机作为中央空调市场中份额最高的品类，2025 年市场规模下滑 17.1%，其中在家装零售与精装配套市场分别下滑 19.7%、23.3%（暖通家数据）。产业在线数据，2026 年 1-2 月，中央空调内销规模为 197 亿元，同比+3.6%，主要系春节错位因素影响，但行业整体发展压力仍然明显，零售及配套市场的需求走低、渠道库存高企、原材料成本攀升等问题仍将加剧行业竞争态势。

图10: 中央空调内销、出口规模 (年度)



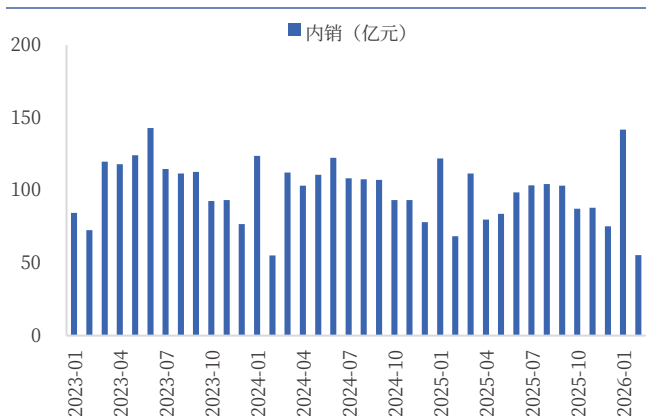
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图11: 中央空调内销、出口规模同比增速 (年度)



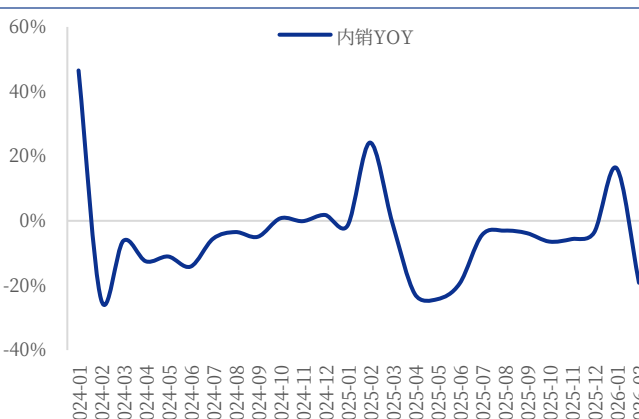
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图12: 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

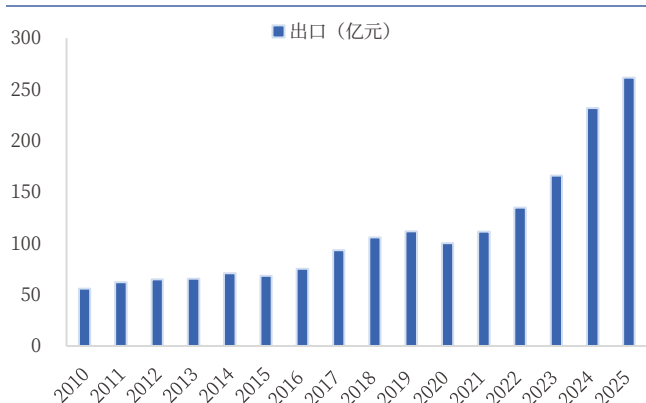
图13: 中央空调内销、出口规模同比增速 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

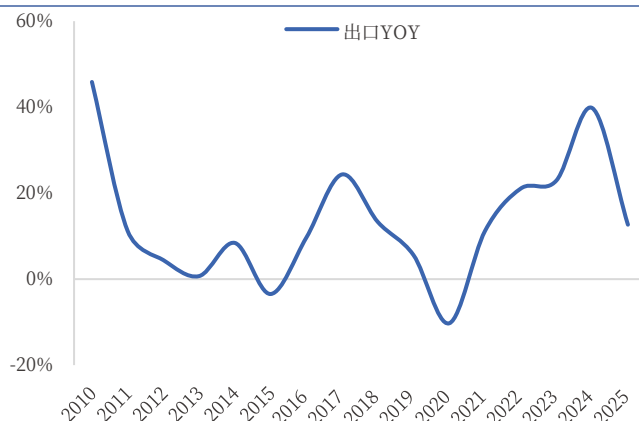
中国企业全球竞争力提升, 份额提升带动出口近年较好增长。产业在线数据, 2025 年中央空调出口销售额达 261 亿元, 同比增长 12.7%, 自 2021 年以来连续 5 年保持增长; 2026 年 1-2 月出口销售额为 46 亿元, 同比+27.3%, 延续高景气。

图14: 中央空调内销、出口规模 (年度)



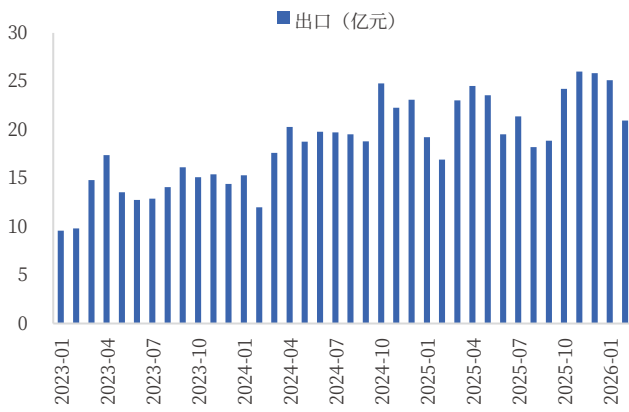
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图15: 中央空调内销、出口规模同比增速 (年度)



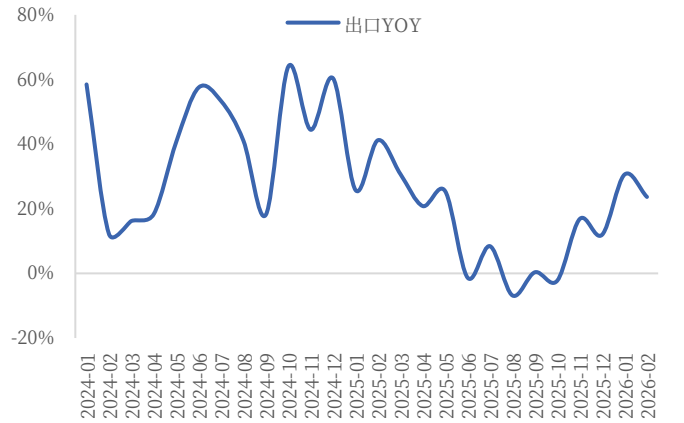
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图16: 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17: 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: 出口拐点已确立, 26 年延续高增

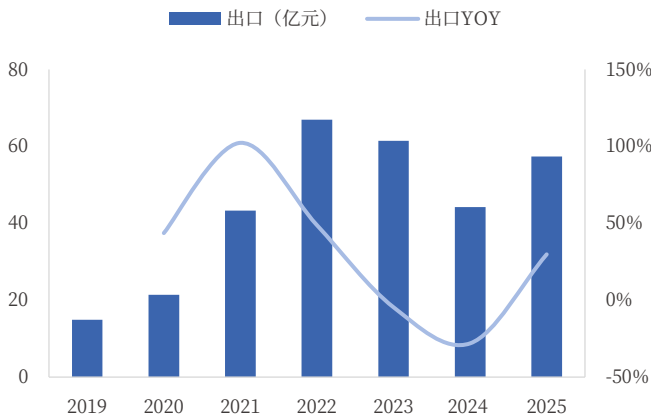
1、2025 年热泵出口恢复性增长, 2026 年将延续高增长

2025 年热泵出口实现恢复性高增长。欧洲是我国热泵出口最主要的目的地, 海关总署数据, 2025 年我国热泵相关产品及零部件对欧洲出口额约 68 亿元, 占总出口额的约 41%, 因此欧洲热泵补贴政策的变化是导致历年我国热泵出口波动的主要原因。

- 1) 2020 年起, 欧洲各国陆续补贴推广热泵, 带动 2021-2022 年我国热泵出口高增长。
- 2) 2023-2024 年欧洲热泵市场大力去库存, 补贴政策阶段性退坡, 使我国热泵出口大幅下滑。
- 3) 2024 年以来, 欧洲多国陆续恢复或加强热泵补贴政策。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 年起热泵出口逐月改善, 延续两位数同比增长。产业在线数据, 2025 年我国空气源热泵出口额累计同比增长 29.8%; 海关总署数据, 2025 年我国热泵相关产品及零部件出口额为 164.6 亿元, 同比+17.7%, 其中 12 月单月出口额 16.2 亿元, 同比+21.7%, 创下历史 12 月单月出口的新高峰。

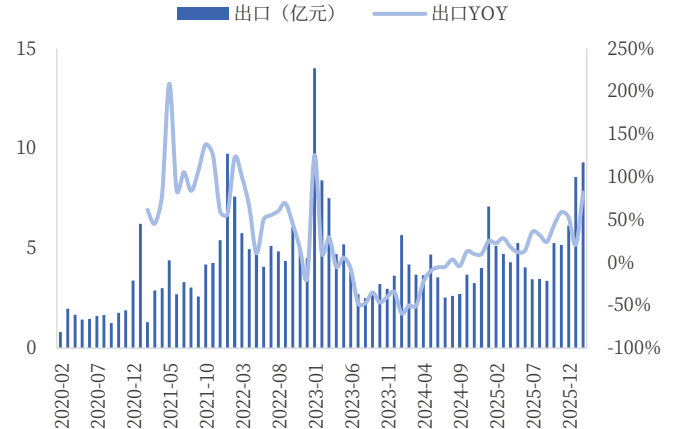
2026Q1 热泵出口延续高增长。产业在线数据, 2026 年 1-2 月空气源热泵出口额为 18 亿元, 同比增长 46.4%, 实现全品类上升, 尤其是采暖市场在 2 月表现较为突出。海关总署数据, 2026Q1 我国热泵相关产品及零部件出口额为 52.5 亿元, 同比+23.2%, 连续 23 个月 (2024.5-2026.3) 实现同比增长, 并已与历史同期出口高峰水平相当 (2023Q1 出口额为 53.2 亿元)。

图18: 热泵出口规模 (年度)



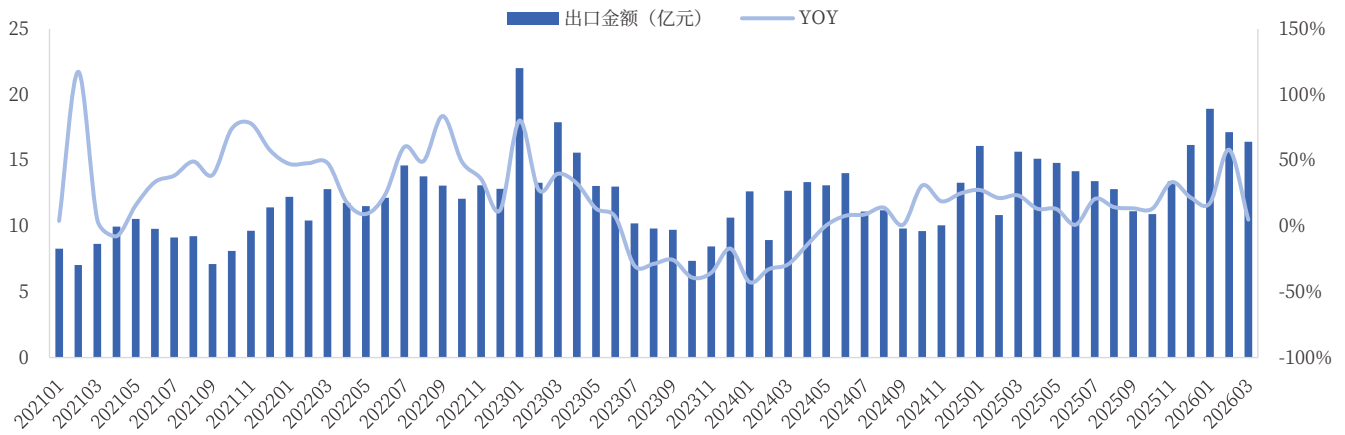
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图19: 热泵出口规模 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图20: 热泵相关整机及零部件产品出口金额 (月度)



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院 (注: 包含 HS 编码 841861、841581、84189910 在内的整机及零件)

2、欧洲推出“加速欧盟”能源计划，2030 年热泵年部署量目标提升至 400 万台

推广热泵采暖是 2050 年碳中和目标的重要抓手，市场空间广阔。2024 年，国际能源署发布《2024 年能源技术展望》，将热泵与光伏、风电、电动汽车等并列为 6 大清洁能源技术，强调热泵支撑未来能源转型和经济发展的作用。热泵产业从单一的采暖/热水设备，逐步升级为支撑多领域绿色转型的重要基础设施，应用场景不断拓宽。根据国际能源署，2023 年全球热泵装机容量为 111GW；预计至 2035 年将提高到 263-347GW，为 2023 年的 2.4-3.1 倍；至 2050 年有望提高到 363-475GW，达到 2023 年的 3.3-4.3 倍，2050 年热泵将满足全球超半数采暖需求，市场规模可达万亿级别。

近两年，在全球油气价格高企、能源安全呼声高涨、绿色转型加速推进的大背景下，抓住热泵发展的战略机遇，已成为各国政府的重要任务。2024 年以来，欧洲多国（如英国、德国、西班牙等）陆续恢复或加强热泵补贴，明显带动 2025 年热泵销量增长：

1) 英国：2024 年起多次增加热泵补贴公共资金预算。2023 年 10 月起，英国热泵安装补贴基准大幅提升，空气源和地源热泵安装补贴均提升至 7500 英镑，此前 2022 年 4 月起执行的补贴标准是空气源热泵补贴 5000 英镑、地源热泵补贴 6000 英镑。2024 年 11 月，英国政府宣布为 2024-2025 财政年度增加 3000 万英镑的资金；并承诺在 2025-2026 财年将预算增加近一倍。2026 年 1 月，英国发布《温暖家园计划》，将“锅炉升级计划”（BUS）延长至 2029-2030 财年，150 亿英镑的公

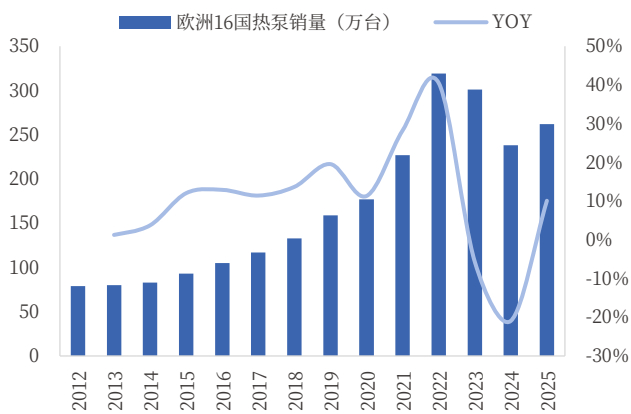
共资金预算中，27 亿英镑将用于 BUS 计划。根据欧洲热泵协会初步数据，2025 年英国热泵销量同比增长 27%，使得热泵保有量家庭渗透率同比+0.5pct 至 2.4%。

2) 德国：2024 年起加强热泵补贴幅度。目前德国供暖领域，天然气的占比约一半，油的占比约三分之一，热泵的占比仅 3.4%。2023 年 9 月，德国议会通过了德国《建筑能源法案（GEG）》，规定从 2024 年起，德国将逐步禁止使用传统的壁挂炉和锅炉作为供暖系统，力推可再生能源的使用，要求每个新安装的供暖系统必须达到至少 65%的可再生能源贡献比例；从 2025 年起，将全面禁止石油和天然气供暖。基础补贴为 30%，同时可叠加 30%的低收入补贴和 20%的提前更换奖励，补贴上限最高达到 70%。根据欧洲热泵协会初步数据，2025 年德国热泵销量约 34.5 万台，在所有热发生器销量中的占比接近 50%（创下记录），并较 2024 年销量同比增长 50%，拉动德国热泵保有量家庭渗透率同比+0.9pct 至 6.3%。

3) 西班牙：2024 年强化家庭热泵补贴。2024 年 1 月起，西班牙针对家庭部署空气源热泵，提供最高 40%的安装费用补贴（3000 欧元上限，低收入者可获 100%补贴）。根据欧洲热泵协会初步数据，2025 年西班牙热泵销量同比增长 15%，使得热泵保有量家庭渗透率同比+1.2pct 至 9.9%。

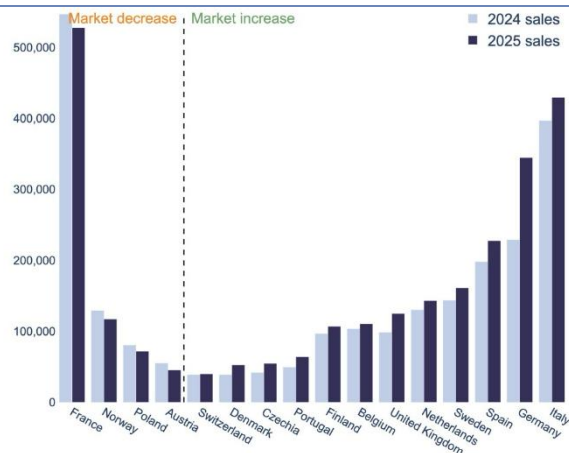
欧洲热泵渗透率提升空间大，欧盟设定 2030 年 6000 万台保有量目标。根据欧洲热泵协会初步数据，2025 年欧洲 16 国热泵销量约 262 万台，同比增长 11%，其中 12 国实现同比增长，增速较高的国家包括德国、丹麦、捷克、葡萄牙、英国等；在销量增长的带动下，2025 年欧洲热泵总保有量同比+8%至 2818 万台。根据 2022 年 5 月《欧洲可持续能源联合行动计划》，欧盟设定 2030 年达到 6000 万台热泵保有量的战略目标；2026 年 4 月 22 日，欧盟发布“加速欧盟”（AccelerateEU）能源计划，以应对伊朗局势引发的欧洲能源危机，目标至 2030 年，欧洲热泵年部署量提升至 400 万台水平，预计将对我国热泵出口的持续改善起到带动作用。

图21：欧洲 16 国热泵销量及 YOY



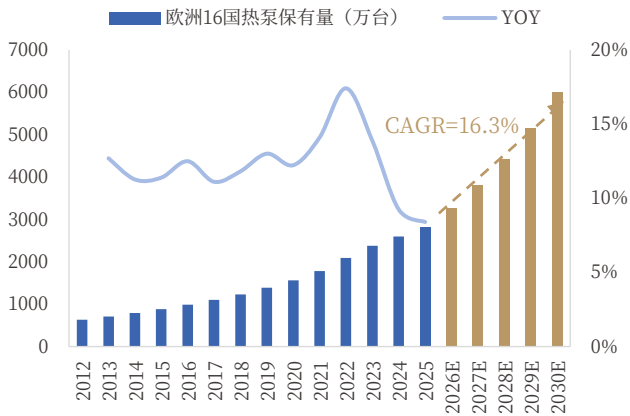
资料来源：EHPA，中国银河证券研究院

图22：2025 年欧洲 16 国中有 12 国热泵销量超过 2024 年



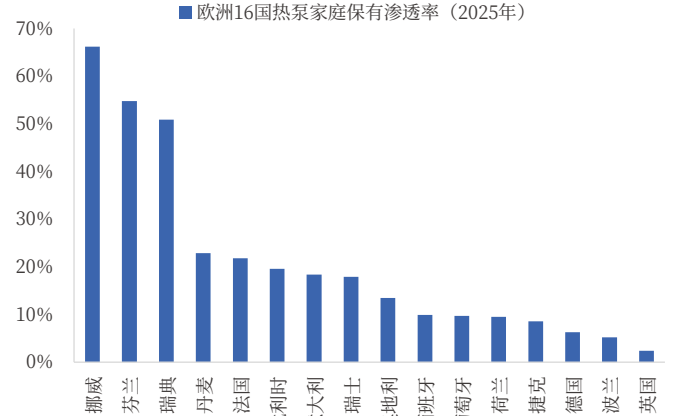
资料来源：EHPA，中国银河证券研究院

图23: 欧洲 16 国热泵保有量及 YOY



资料来源: EHPA, 中国银河证券研究院

图24: 欧洲 16 国热泵保有量家庭渗透率 (2025 年)



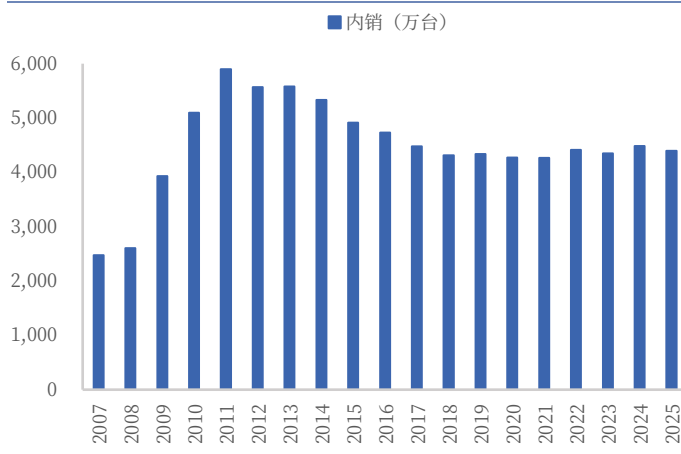
资料来源: EHPA, 中国银河证券研究院

三、冰洗行业情况

(一) 内销以更新需求为主，销量多年处于一平台

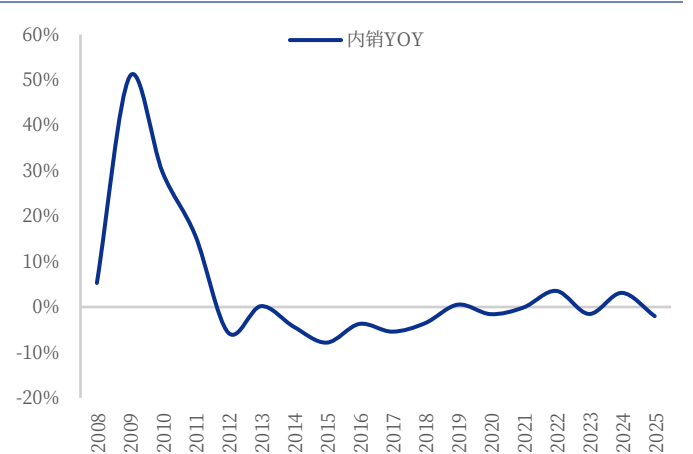
冰箱市场需求长期以更新为主，十多年前由于家电下乡出现过销售高峰。2019-2025 年期间冰箱内销量处于较为稳定的平台，时有小幅下滑或小幅增长。产业在线数据，2025 年，冰箱内销 4393 万台，同比下滑 2%，下半年受到国补退坡和同期高基数的影响。

图25：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

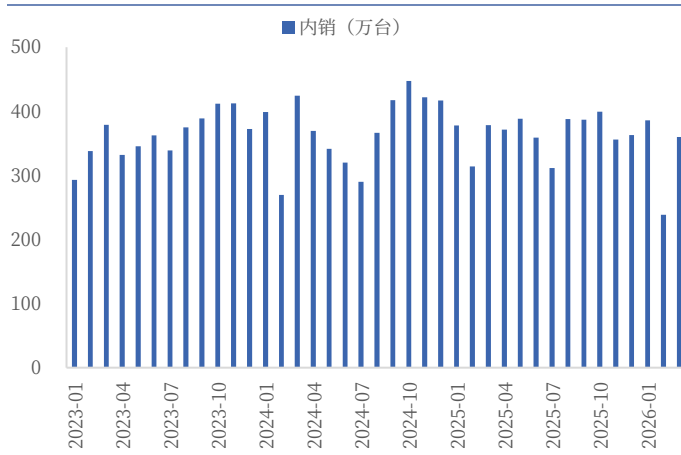
图26：冰箱内销出货量同比增速（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

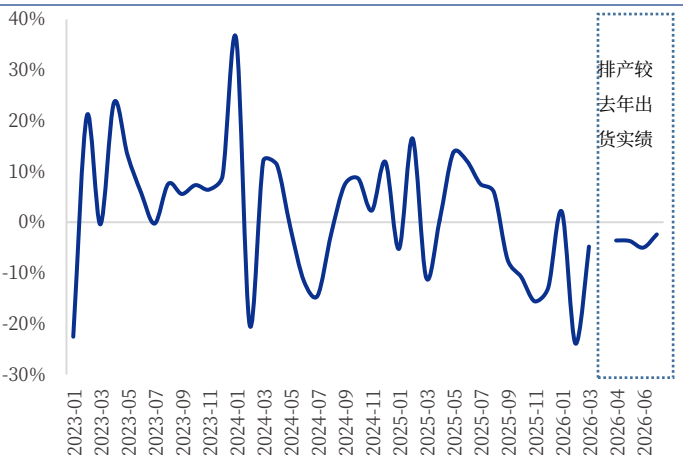
产业在线数据，2026 年 4-7 月，冰箱内销排产较去年出货实绩分别同比-3.6%、-3.7%、-5.0%、-2.4%；隔年比-3.2%、+9.5%、+6.5%、+4.9%。

图27：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

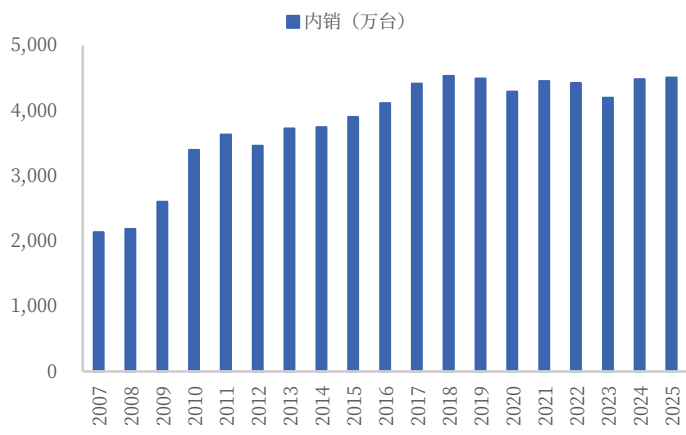
图28：冰箱内销出货量同比增速及排产情况（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

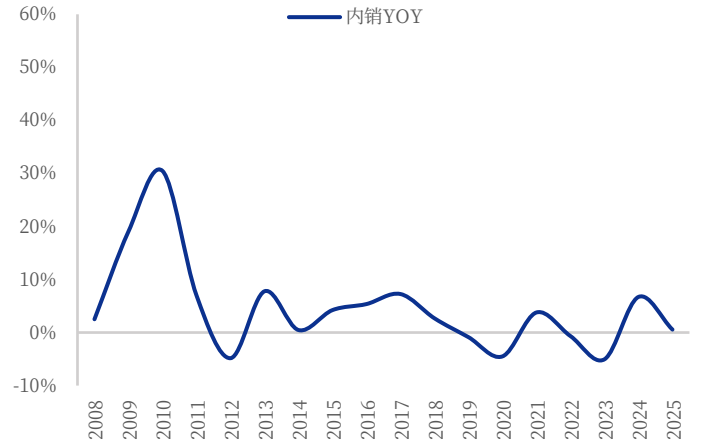
洗衣机销量情况与空调类似，得益于以旧换新政策有效激活了潜在需求，叠加消费者偏好高品质、高效产品推动产品结构升级，2025 年洗衣机内销 4606.3 万台，同比增长 0.6%。

图29：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

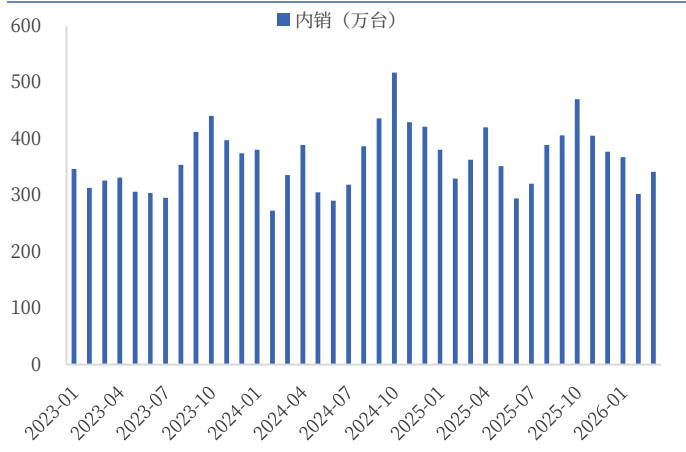
图30：洗衣机内销出货量同比增速（年度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

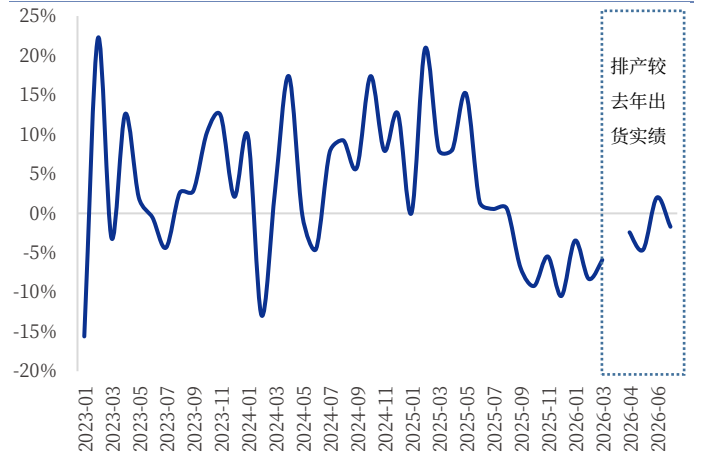
产业在线数据, 2026年4-7月, 洗衣机内销排产较去年出货实绩分别同比-2.4%、-4.6%、+2.0%、-1.7%；隔年比+5.5%、+9.9%、+3.5%、-1.2%。

图31：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32：洗衣机内销出货量同比增速及排产情况（月度）

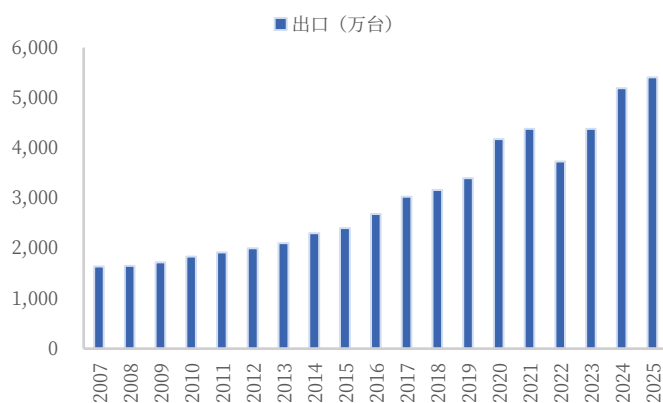


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（二）新兴市场需求向好，拉动冰洗出口

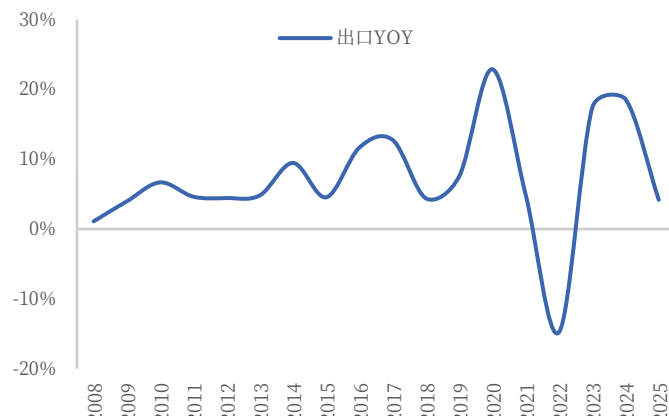
我家电企业积极实现全球化布局，叠加近年来新兴市场国家需求释放明显，2025年我国冰箱出口出货量 5405 万台，同比增长 4.2%，其中出口欧洲及北美传统市场需求回落，非洲表现亮眼。

图33: 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

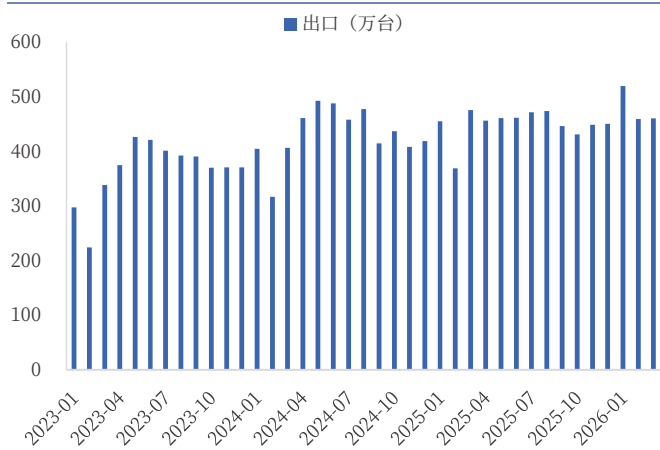
图34: 冰箱外销出货量同比增速 (年度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

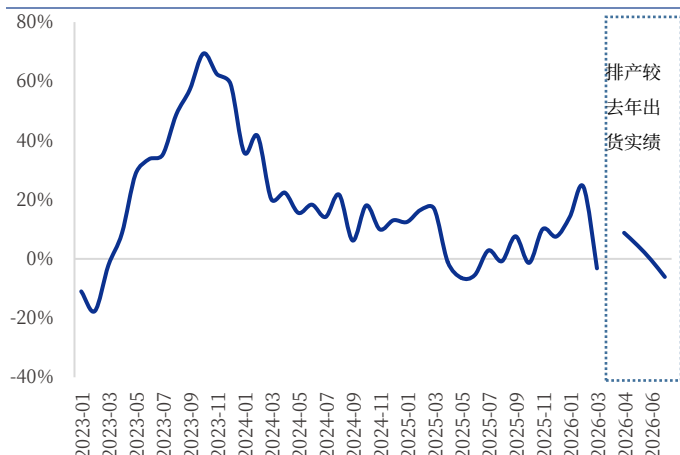
产业在线数据, 2026年4-7月, 冰箱出口排产较去年出货实绩分别同比+8.8%、+4.5%、-0.4%、-6.1%。

图35: 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

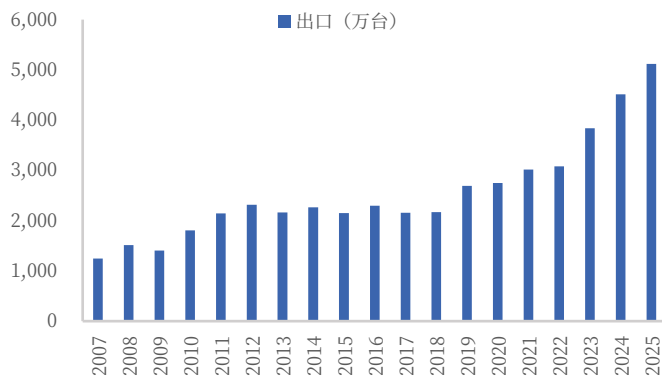
图36: 冰箱外销出货量同比增速及排产情况 (月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

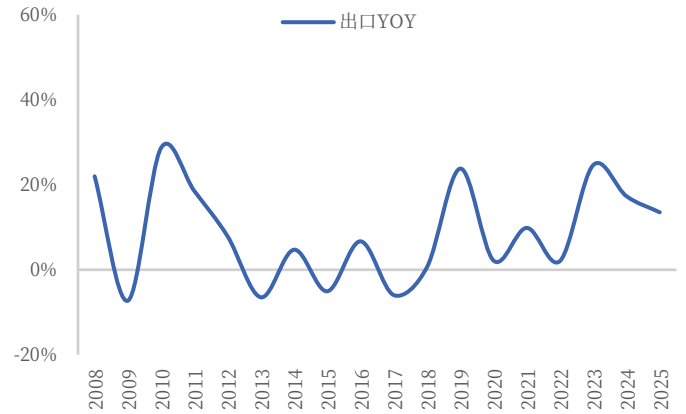
我国洗衣机在技术、成本和批量化生产等方面具备优势。2025年出口出货量达5121万台, 同比增长15.3%, 其中, 中东欧洲和拉美市场需求增加。

图37: 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

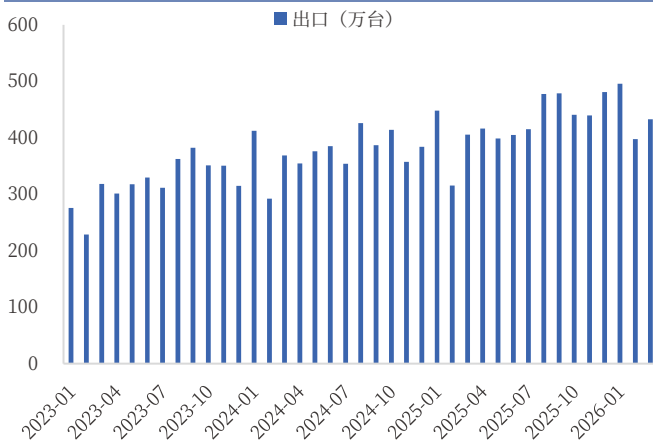
图38: 洗衣机外销出货量同比增速 (年度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

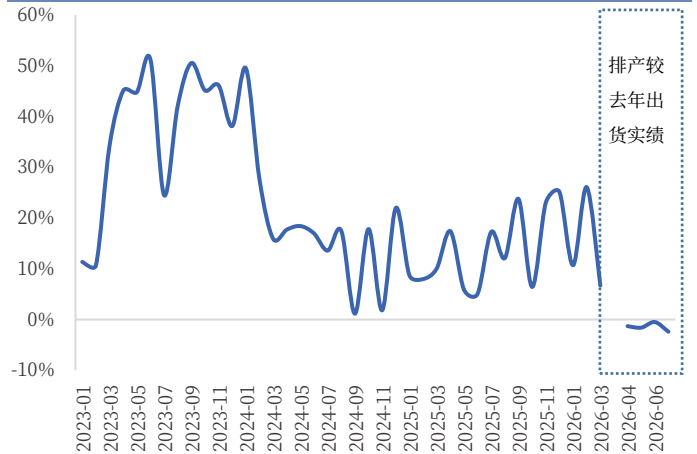
产业在线数据, 2026年4-7月, 洗衣机出口排产较去年出货实绩分别同比-1.3%、-1.6%、-0.5%、-2.4%。

图39: 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40: 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 2026-2028 年营业收入分别为 1751.2/1784/1814 亿元，分别同比 +2.3%/+1.9%/+1.7%，归母净利润 297.4/304.3/311.4 亿元，分别同比+2.6%/+2.3%/+2.3%，EPS 分别为 5.31/5.43/5.56 元每股，当前股价对应 7.6/7.5/7.3 P/E，维持“推荐”评级。

表4：主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	171,118	175,122	178,404	181,396
YOY	-10.0%	2.3%	1.9%	1.7%
归母净利润（百万元）	29,003	29,744	30,433	31,142
YOY	-9.9%	2.6%	2.3%	2.3%
摊薄 EPS（元）	5.18	5.31	5.43	5.56
PE	7.82	7.62	7.45	7.28

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：收盘价为 2026 年 4 月 29 日）

五、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)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	250,944	246,895	253,480	262,506
现金	110,553	117,507	128,382	135,734
应收账款	15,987	14,296	14,787	15,303
其它应收款	328	749	766	795
预付账款	1,211	1,852	1,820	1,737
存货	28,183	28,851	27,809	28,159
其他	94,681	83,638	79,916	80,777
非流动资产	140,428	159,337	164,099	168,784
长期投资	6,744	6,744	6,744	6,744
固定资产	34,396	40,930	45,997	50,823
无形资产	9,865	9,894	9,924	9,951
其他	89,423	101,769	101,434	101,267
资产总计	391,372	406,232	417,579	431,290
流动负债	231,570	224,212	223,111	224,087
短期借款	67,957	67,957	67,957	67,957
应付账款	42,104	35,527	38,485	40,119
其他	121,509	120,728	116,670	116,011
非流动负债	10,011	10,208	10,216	10,221
长期借款	3,135	3,135	3,135	3,135
其他	6,876	7,073	7,081	7,086
负债总计	241,581	234,419	233,327	234,308
少数股东权益	3,862	3,718	3,571	3,420
归属母公司股东权益	145,929	168,094	180,681	193,562
负债和股东权益	391,372	406,232	417,579	431,290

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	46,383	13,678	36,818	34,332
净利润	28,863	29,601	30,286	30,991
折旧摊销	5,055	705	1,334	2,007
财务费用	-3,997	2,164	2,164	2,164
投资损失	-572	-435	-444	-451
营运资金变动	-1,547	-9,182	3,667	5
其他	18,581	-9,174	-190	-384
投资活动现金流	-48,599	1,029	-5,941	-6,561
资本支出	-961	-6,836	-6,385	-7,012
长期投资	-32,171	0	0	0
其他	-15,468	7,864	444	451
筹资活动现金流	8,606	-17,525	-20,002	-20,419
短期借款	28,947	0	0	0
长期借款	-15,095	0	0	0
其他	-5,247	-17,525	-20,002	-20,419
现金净增加额	6,426	-2,819	10,875	7,352

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	171,118	175,122	178,404	181,396
营业成本	119,641	121,995	124,170	126,174
税金及附加	1,912	1,741	1,774	1,804
销售费用	8,411	8,008	8,162	8,300
管理费用	5,180	4,769	4,860	4,943
研发费用	6,463	6,267	6,387	6,496
财务费用	-4,086	-1,547	-1,686	-1,904
资产减值损失	-1,357	-168	-218	-242
公允价值变动收益	164	0	0	0
投资收益及其他	2,278	1,879	1,904	1,936
营业利润	34,681	35,600	36,423	37,276
营业外收入	79	87	96	85
营业外支出	116	156	166	162
利润总额	34,645	35,530	36,353	37,199
所得税	5,782	5,930	6,067	6,208
净利润	28,863	29,601	30,286	30,991
少数股东损益	-140	-144	-147	-151
归属母公司净利润	29,003	29,744	30,433	31,142
EBITDA	35,613	34,688	36,001	37,303
EPS (元)	5.18	5.31	5.43	5.56

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	-10.0%	2.3%	1.9%	1.7%
营业利润增长率	-6.2%	2.6%	2.3%	2.3%
归母净利润增长率	-9.9%	2.6%	2.3%	2.3%
毛利率	29.8%	29.9%	30.0%	30.1%
净利率	16.9%	17.0%	17.1%	17.2%
ROE	19.9%	17.7%	16.8%	16.1%
ROIC	10.8%	10.9%	10.6%	10.3%
资产负债率	61.7%	57.7%	55.9%	54.3%
净资产负债率	161.3%	136.4%	126.6%	118.9%
流动比率	1.08	1.10	1.14	1.17
速动比率	0.71	0.80	0.83	0.87
总资产周转率	0.45	0.44	0.43	0.43
应收账款周转率	10.39	11.50	12.20	11.99
应付账款周转率	2.68	3.14	3.36	3.21
每股收益	5.18	5.31	5.43	5.56
每股经营现金流	8.28	2.44	6.57	6.13
每股净资产	26.05	30.01	32.26	34.56
P/E	7.82	7.62	7.45	7.28
P/B	1.55	1.35	1.25	1.17
EV/EBITDA	5.66	5.66	5.16	4.78
PS	1.33	1.30	1.28	1.26

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 IICChina 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。《Exotel》（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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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：

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：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng_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