下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

公司评级

买入-A/买入-H

当前价格 21.01 元/20.58 港元

合理价值 24.51 元/24.01 港元

前次评级 买入/买入

海尔智家(600690.SH/06690.HK)

智慧家庭为基，大暖通绘第二成长曲线

持续变革，力破风雨。大白电产业整合+深化数字化变革，智慧家庭业务有望降本提效，继续全球突破；大暖通产业整合，第二成长曲线有望加速。逆境造就英雄，变革成就海尔。

智慧家庭为基，聚焦中长期盈利改善+海外市场突破。（1）中国区：数字化变革持续深化的同时，公司在 26 年 7 月成立大白电产业整合冰洗厨业务，继续降本增效、全面 To C 转型，内销有望逐渐走出压力期。（2）海外平台换帅，新任海外平台负责人宋玉军是海尔在南亚市场的开路人、推动海尔空气产业综合能力迅速提升的领航者，更匹配当前公司在海外既需要成熟欧美市场盈利改善、又追求新兴市场加速扩张的目标。全球化品牌矩阵+本土化产能+全球平台协同提效，我们依然看好公司海外市场的长期发展。

大暖通产业整合，第二成长曲线有望加速。2025 年底公司整合了“空调、采暖、新风、热水、净水、楼宇科技”等形成大暖通产业。2025 年公司大暖通产业合计规模约 103 亿美元，占全球暖通市场规模不足 2%，规模和盈利能力均较全球暖通龙头有充足提升空间。

复盘历史：变革成就海尔。砸冰箱的变革树立了海尔产品的质量底线和品牌心智，使海尔从濒临倒闭到成为中国名牌；“吃休克鱼”的变革，将优秀管理经验复刻至收购的工厂，使海尔成为全品类家电龙头。全球化、市场化、本土化以及人单合一的变革，让海尔成为全球家电的领导者。整合 AH 上市主体，强化协同，减少冗余，促进海尔自 2020 年来盈利持续释放，并完成智慧家庭转型。机会留给在逆境中仍能认清现实、看清前路、不断变革的优秀企业。

盈利预测：预计公司 2026-28 年归母净利润同比-3%、+7%、+8%，当前市值对应 2026 年 PE 为 10.3X。我们给予公司 2026 年 PE 12 倍，对应合理价值为 24.51 元人民币/股，考虑 A/H 溢价，对应 H 股合理价值为 24.01 港元/股，给予 A 股、H 股“买入”评级。

风险提示：国际政治经济形势波动风险；汇率波动及原材料价格上涨风险；下游需求不及预期风险；变革成效不及预期风险。

盈利预测

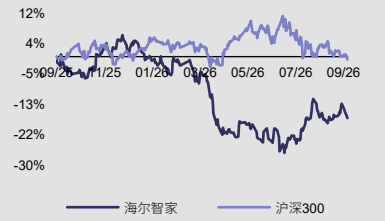
单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	286,015	302,347	**306,810**	316,287	325,889
增长率（%）	4.3%	5.7%	**1.5%**	3.1%	3.0%
EBITDA	31,581	32,174	**32,842**	33,526	35,399
归母净利润	18,731	19,553	**19,003**	20,411	22,036
增长率（%）	12.9%	4.4%	**-2.8%**	7.4%	8.0%
EPS（元/股）	**2.00**	**2.09**	**2.04**	**2.19**	**2.37**
市盈率（P/E）	14.3	12.5	**10.3**	9.6	8.9
ROE（%）	16.8%	16.5%	**15.0%**	15.1%	15.3%
EV/EBITDA	7.4	7.1	**5.4**	5.0	4.4

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

基本数据

股票代码	600690.SH	06690.HK
总股本(百万股)	9303.09	9303.09
流通股本(百万股)	6178.49	2853.59
总市值(百万)	195,458 元	191,458 港元
一年内最高/低价	28-19 元	28-19 港元
30 日日均成交量(百万股)	33.91	12.12
30 日日均成交额(百万)	726 元	256 港元
近 3 个月涨跌幅(%)	4.36	-1.02

相对市场表现



曾婵

SAC 执证号：S0260517050002
SFC CE No. BNV293
zengchan@gf.com.cn

张云添

SAC 执证号：S0260526010004
zhangyuntian@gf.com.cn

芦家宁

SAC 执证号：S0260526020004
lujianing@gf.com.cn

请注意，张云添,芦家宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

海尔智家(600690.SH/06690.HK):业绩短期承压，重视综合回报	2026-04-06
海尔智家(600690.SH/06690.HK):内、外销均实现稳健增长，盈利提升	2025-10-31

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、智慧家庭：以持续变革赋能盈利改善 6
（一）中国区：坚持数字化变革+成立大白电产业整合资源，提升中长期竞争力 6
（二）海外平台：宋总接任海外平台负责人，其能力更符合当前海外市场所需 12
（三）北美：短期来看消费需求偏弱，维持市占率是前提，积极调整产能+优化成本减轻压力 15
（四）欧洲：白电业务经营提效，暖通+商用冷柜拓展版图 17
（五）新兴市场：因地制宜发展品牌，本土产能布局是中长期重要竞争优势 19
二、成立大暖通平台，锚定全球暖通业务为第二成长曲线 21
三、复盘历史：变革成就海尔智家 30
（一）名牌战略阶段（1984—1991 年）：“砸冰箱”的变革树立了海尔的质量底线和品牌心智 31
（二）多元化战略阶段（1991—1998 年）：对被并购企业的变革促使海尔成长为中国家电第一品牌 31
（三）国际化战略阶段（1998—2005 年）：市场化、全球化变革，创造世界级中国品牌 32
（四）全球化战略阶段（2005—2012 年）：人单合一的管理理念变革，创造全球最大家电品牌集群 33
（五）网络化战略阶段（2012—2019 年）：平台化变革，从产品制造商向创客孵化平台转型 34
（六）生态品牌战略阶段（2019 年至今）：上市主体整合，打造引领全球的物联网生态品牌 34
四、盈利预测和投资建议 36
（一）关键假设 36
（二）投资建议 37
五、风险提示 38
（一）国际政治经济形势波动风险 38
（二）汇率波动及原材料价格上涨风险 38
（三）下游需求不及预期风险 38
（四）变革成效不及预期风险 38

下载日志已记录，仅供内部参考

图表索引

图 1：空调、冰箱、洗衣机 2016-2025 全渠道零售额 CAGR 分别为 4.7%、2.0%、3.1% 6
图 2：零售量（万台）：空调量增，冰洗平稳 6
图 3：均价（元/台）：空调价降，冰洗结构性升级 6
图 4：城镇空冰洗保有量（台） 6
图 5：农村空冰洗保有量（台） 6
图 6：冰箱内销竞争格局：集中度持续提升 7
图 7：洗衣机内销竞争格局：集中度继续提升 7
图 8：海尔系冰箱线上份额提升，卡萨帝、统帅提升明显 7
图 9：洗衣机：26H1 海尔系线上份额较 25 年提升 7
图 10：公司全链推行数字化变革，有效提升自身效率 8
图 11：主要大家电品类线下零售额同比变化 8
图 12：主要大家电品类线上零售额同比变化 8
图 13：铜铝价格变化（元/吨） 9
图 14：主要塑料等原材料价格变化（元/吨） 9
图 15：空调线上零售额市占率变化 9
图 16：空调线下零售额市占率变化 9
图 17：冰箱线上零售额市占率变化 10
图 18：洗衣机线上零售额市占率变化 10
图 19：白电产业整合有助于继续提升海尔多品牌套系化解决方案的竞争力 11
图 20：油烟机线下零售额市占率：海尔份额较低 11
图 21：油烟机线上零售额市占率：海尔份额下行 11
图 22：洗碗机线下零售额市占率：海尔份额较低 11
图 23：洗碗机线上零售额市占率：海尔属二线梯队 11
图 24：海尔智家 2021-2025 年营业收入拆分（亿元） 12
图 25：海尔在全球拥有丰富的品牌矩阵、本土化的制造工厂以及相对全面的营销中心和渠道 13
图 26：公司海内外智慧家庭业务利润率：外销利润率提升幅度放缓，内销利润率持续提升 13
图 27：除 2020 年受公共卫生事件影响收入下滑以外，南亚收入几乎没有出现下滑，大多时候都是双位数增长 14
图 28：2022-2025 空气产业收入 CAGR+10% 14
图 29：2022-2025 空气产业利润 CAGR+17% 14
图 30：美国持续处于较高通胀水平（%） 15
图 31：2022 年后持续高利率（%） 15
图 32：成屋销售当前筑底企稳，新建住房需求 26 年来同比下降（%） 15
图 33：美国核心家电出货同比增速：仍处下降态势，26Q2 降幅较 Q1 收窄（%） 16
图 34：GEA 超过惠而浦成为行业第一（百万元） 16
图 35：2021 年后惠而浦北美盈利情况持续下滑 16
图 36：海尔智家美洲收入增速变化：2018-2022 收入高增，份额提升，后续年份更多跟着行业 β 走（%，亿元） 16

下载日志已记录，仅供内部参考

图 37： 中美钢价对比（美元/吨）.....17
图 38： 中美铝价对比（美元/吨）.....17
图 39：26Q1-2 欧洲整体核心家电出货增速为持平（%）.....18
图 40：海尔与英国利物浦足球俱乐部达成长期合作.....18
图 41：海尔与法国巴黎圣日耳曼足球俱乐部签约.....18
图 42：海尔全球产能布局全面细致，本土化程度更深，短期来看影响规模效应，但长期看对份额突破有利.....20
图 43：美的全球产能布局：精简、重视规模效应，更多是区域集中.....20
图 44：2025 年海尔、格力、大金、江森自控、特灵、开利环球暖通业务的收入（亿美元）.....21
图 45：2021-2025 年海尔空调、大金空调、格力、江森自控、特灵、开利环球盈利能力对比.....22
图 46：2025 空调线上、线下 CR2 分别为 63%、45%，较 2017 年分别+1.6pct、-2.8pct，集中度上升不明显.....22
图 47：二三线品牌在空调线下零售额市占率.....23
图 48：二三线品牌在空调线上零售额市占率.....23
图 49： 海尔武汉工业园智能化车间.....23
图 50： 海尔武汉工业园智能化车间.....23
图 51：全球 HVAC 需求量 2021-2025CAGR+6.2%（千台）.....24
图 52：各地区装有空调的家庭数量占比：欧洲、东南亚、印度等地区还有较高提升空间.....24
图 53：1850 年至 2025 年相对于工业化前（1850–1900 年）基准的全球年平均气温异常值：持续升温.....25
图 54：.2025 年与 1991–2020 年平均值相比的年平均气温变化：西欧、北美、西亚等地气温显著变高.....25
图 55：全球各地区 CDD 天数持续提升，对应着制冷需求持续提升.....25
图 56：在厄尔尼诺指数较高的年份，空调外销出口表现强劲.....26
图 57：2019-2035 年全球各地区热泵销量及不同情景下热泵满足空间供暖需求的比例.....26
图 58：全球数据中心容量持续扩张（GW）.....27
图 59：分地区数据中心容量规模预测（GW）.....27
图 60：数据中心建设支出.....28
图 61：英伟达 GPU 及机架功率密度的演进.....28
图 62：不同机架功率对应的冷却方案.....29
图 63：海尔数据中心风液同源解决方案.....30
图 64：海尔智家持续变革，与时代主题同频共振.....31
图 65： 砸毁 76 台冰箱.....31
图 66：海尔获中国冰箱行业首枚质量金牌.....31
图 67：海尔“休克鱼”并购思路.....32
图 68：1991–1998 年海尔家电品类扩张路径.....32
图 69：海尔实施自主创牌三步走战略，构建覆盖全球的品牌矩阵.....32
图 70：从直线职能式到直接面对市场的管理模式.....33
图 71：海尔“沙拉式”文化：人单合一理论赋能并购标的.....33
图 72：海尔并购加速全球布局.....34
图 73：海尔智家海外营收占比变化.....34
图 74：海尔网络化战略变革：倒三角”的组织结构.....34

下载日志已记录，仅供内部参考

图 75：海尔电器和海尔智家都是独立运营的法人主体，业务重合但各有侧重，不利于协同（2019 年）.....35
图 76：海尔物联网生态架构图.....35
图 77：三翼鸟“场景生态”为用户提供个性化服务.....35
图 78：整合后海尔智家的管理费用率显著下降.....35
图 79：整合后海尔智家毛销差提升，接近美的水平.....35
图 80：整合后海尔智家的财务费用率下降.....36
图 81：整合后海尔智家的归母净利率提升.....36

表 1：风冷方案和液冷方案的主要区别.....29
表 2：海尔智家收入拆分（百万元）.....37
表 3：可比估值表（时间：2026/9/11）.....38

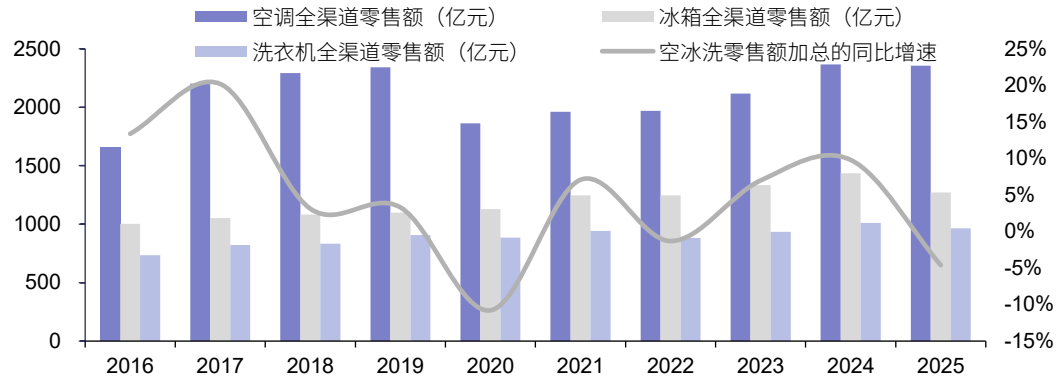
下载日志已记录，仅供内部参考

一、智慧家庭：以持续变革赋能盈利改善

（一）中国区：坚持数字化变革+成立大白电产业整合资源，提升中长期竞争力

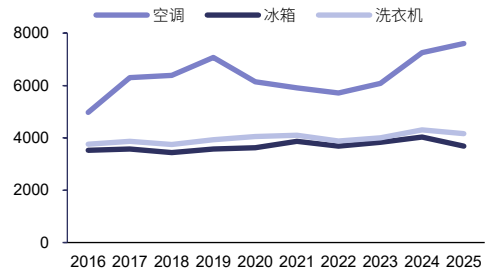
我国白电行业已经步入平稳发展的成熟阶段。复盘空冰洗过去十年的发展可见，除空调仍维持阶梯式量增外，冰洗销量已渐趋平稳，更多依靠结构性升级驱动价增。而当前我国空冰洗保有量均处于较高水平，但对比城镇，农村地区的保有量还有一定提升空间。因此，从中长期来看，预计我国白电行业需求继续维持平稳增长的态势。

图 1：空调、冰箱、洗衣机 2016-2025 全渠道零售额 CAGR 分别为 4.7%、2.0%、3.1%



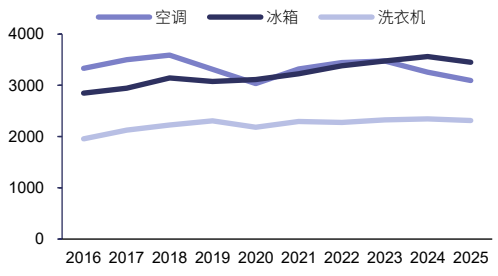
数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 2：零售量（万台）：空调量增，冰洗平稳



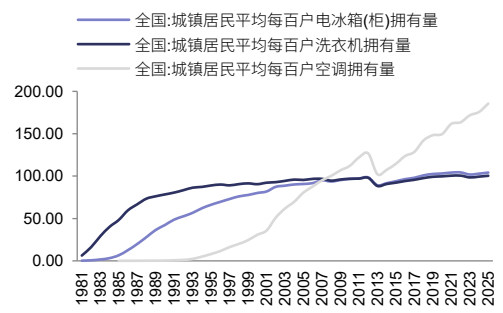
数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 3：均价（元/台）：空调价降，冰洗结构性升级



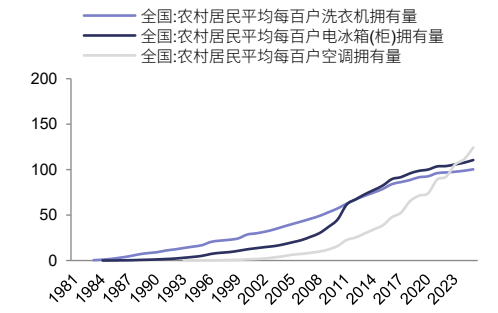
数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 4：城镇空冰洗保有量（台）



数据来源：国家统计局、iFind、广发证券发展研究中心

图 5：农村空冰洗保有量（台）

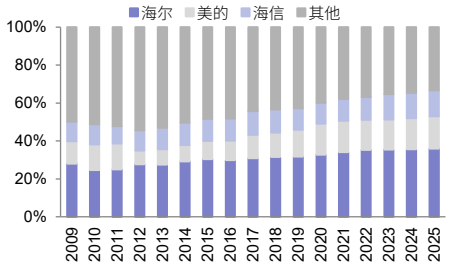


数据来源：国家统计局、iFind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

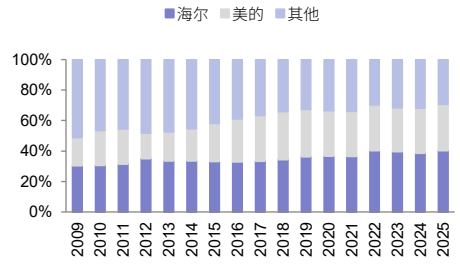
竞争格局方面，白电龙头长期寡头垄断，但集中度仍然在提升，强者恒强。冰箱行业内销出货量自 2020 年起 CR3 已经高达 60%，至 2025 年 CR3 进一步提升至 67%。洗衣机行业 2010 年来 CR2 就已经超过 50%，至 2025 年 CR2 高达 71%。龙头通过加大研发、产业链一体化、广拓渠道、构建品牌矩阵等方式，建立研产销多维优势，强者恒强。随着份额的持续提升，龙头内销收入规模、议价权和利润水平仍然在持续提升。

图 6：冰箱内销竞争格局：集中度持续提升



数据来源：产业在线、广发证券发展研究中心

图 7：洗衣机内销竞争格局：集中度继续提升

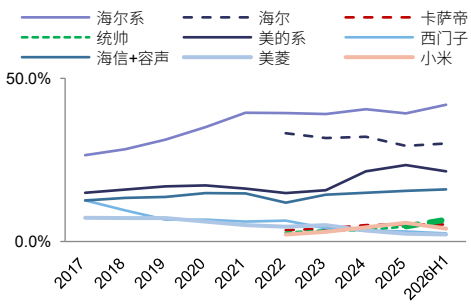


数据来源：产业在线、广发证券发展研究中心

展望未来，作为龙头，想要在增长平缓、份额已然很高的市场继续追求有质量的增长，要求企业对全价值链的持续深挖以及对先进生产工具（数字化、人工智能等）的持续引入。全价值链持续深挖：一方面向上垂直整合产业链，提升自制能力和综合采购优势，向供给端要利润；一方面向下优化渠道效率和透明度，以更高效的服务减轻下游客户的资金负担，通过效率的提升来减少对渠道的返利，并加强对终端需求的感知和响应。而做到以上两点，则离不开数字化、AI 等先进工具的应用，企业需要积极变革，将数字化融于价值链的全流程。

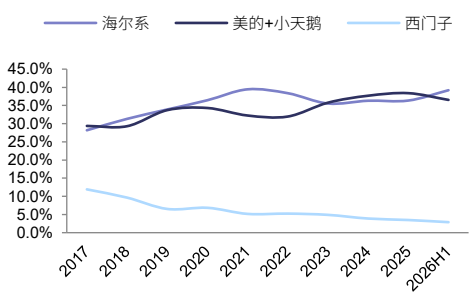
2025 年海尔智家推行一系列数字化变革，加速 TC 转型，提升了自身尤其是在线上渠道的竞争力。通过搭建数字化采购平台、落实极致降本策略，公司 25Q1-3 毛利率同比+0.1pct。数字库存和数字物流优化 SKU 与库存周转效率、实现客户轻资产运营并驱动物流效率提升；数字营销背景下公司总裁集体出道，打造出“懒人洗衣机”、麦浪冰箱等多款爆品，高质提效同时公司 25Q1-3 销售费用率同比-0.1pct。截至 26H1,海尔系冰箱线上份额较 2025 年提升 2.7pct，洗衣机线上份额较 2025 年提升 2.8pct。

图 8：海尔系冰箱线上份额提升，卡萨帝、统帅提升明显



注：统计口径：美的系在 2024 年之前为美的，2024 年及之后为美的+东芝+COLMO；海尔系=海尔+统帅+卡萨帝

图 9：洗衣机：26H1 海尔系线上份额较 25 年提升

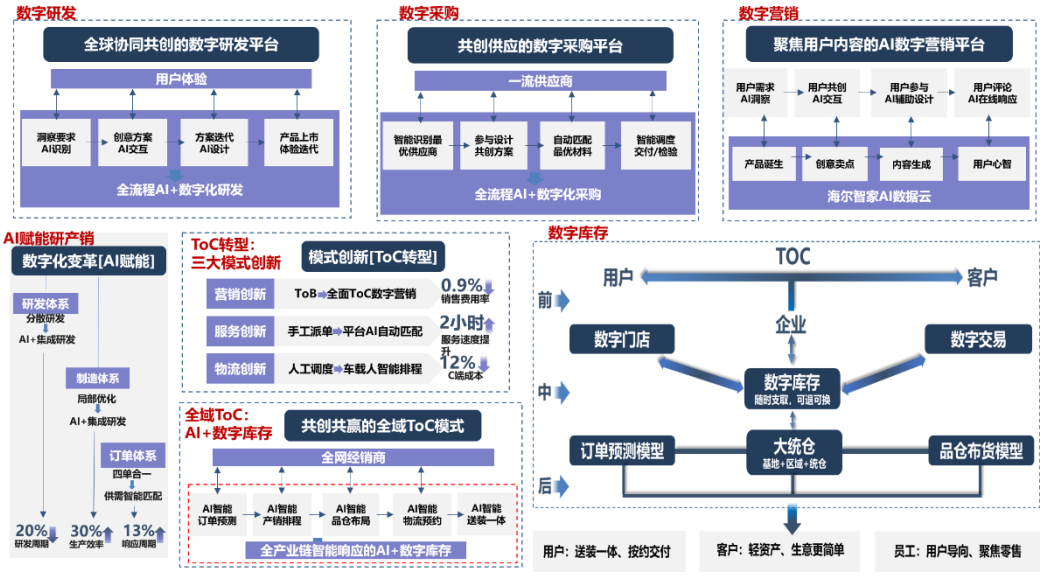


注：统计口径：海尔系=海尔+统帅+卡萨帝
数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

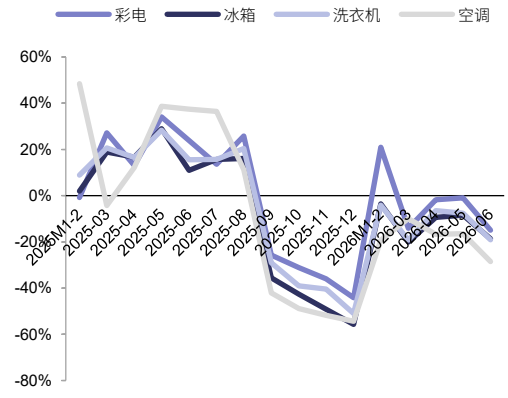
图 10：公司全链推行数字化变革，有效提升自身效率



数据来源：海尔 2025 年 AI 生态大会、广发证券发展研究中心

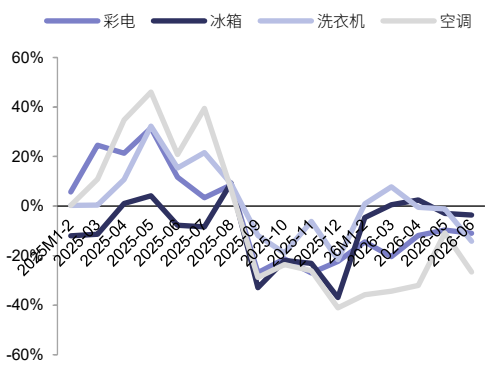
但 2026 年外部环境压力较 2025 年更大，需要通过更积极的变革去应对。一方面，国补退坡背景下行业自 25Q4 以来增速承压。根据奥维云网数据，26H1 空调/冰箱/洗衣机/彩电线上零售额分别同比-25%/-2%/-2%/-13%，整体承压。另一方面，原材料成本压力加剧，对利润率影响加大。当前铜铝的价格仍处于高位，且前期塑料价格上涨也会影响企业 Q2 业绩释放。

图 11：主要大家电品类线下零售额同比变化



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

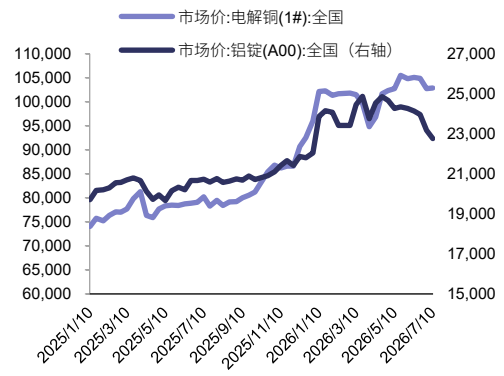
图 12：主要大家电品类线上零售额同比变化



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

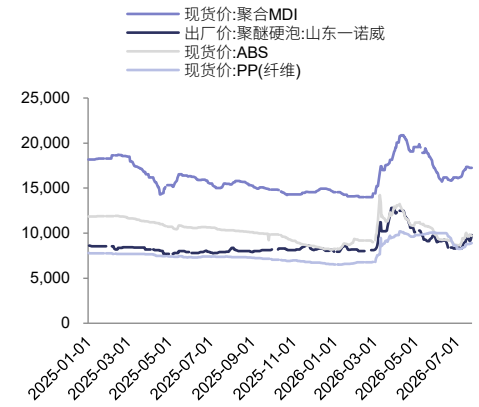
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：铜铝价格变化（元/吨）



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

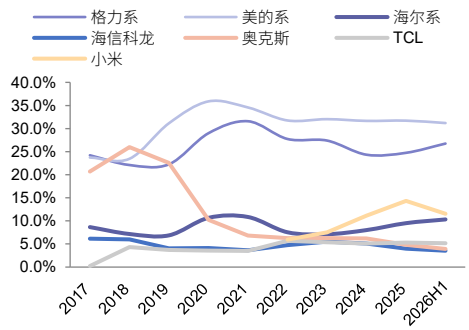
图 14：主要塑料等原材料价格变化（元/吨）



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

企业自身角度同样面临着竞争的压力。一方面，受原材料成本上涨影响，25 年占据优势的空调业务份额提升速度放缓。另一方面，在线下渠道，作为传统冰洗龙头，海尔面临着美的等竞对更为激烈的挑战。冰箱方面，2026H1 海尔系品牌线下份额较 2025 年-0.4pct 至 39.6%，美的系品牌份额则较 2025 年提升 2.5pct，跑赢海尔；海尔系洗衣机线下份额为 39.2%，较 2025 年下降 0.4pct；美的系市场份额则较 2025 年提升 4.0pct。

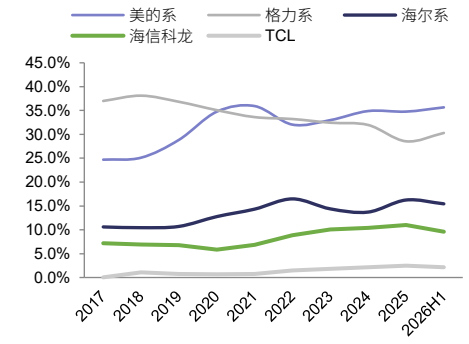
图 15：空调线上零售额市占率变化



注：统计口径：美的系=美的+华凌；格力=格力+晶弘；海尔系=海尔+统帅+卡萨帝

数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 16：空调线下零售额市占率变化

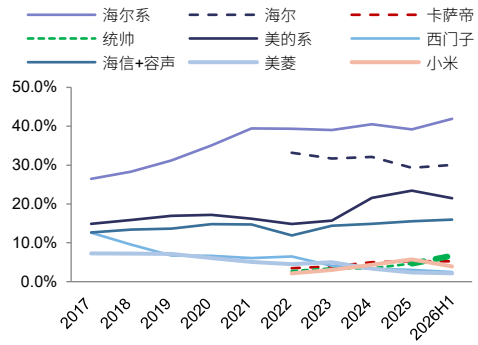


注：统计口径：美的系在 2024 年之前为美的+华凌，2024 年及之后为美的+华凌+COLMO；格力系=格力+晶弘；海尔系=海尔+统帅+卡萨帝

数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

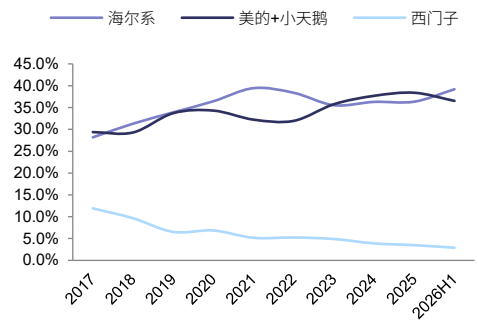
图 17：冰箱线上零售额市占率变化



注：统计口径：美的系在 2024 年之前为美的，2024 年及之后为美的+东芝+COLMO；海尔系=海尔+统帅+卡萨帝

数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 18：洗衣机线上零售额市占率变化



注：统计口径：海尔系=海尔+统帅+卡萨帝

数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

为此，2026 年公司成立大白电产业加速 To C 转型，整合资源强化协同，有助公司增强中长期竞争力。大白电产业是在原有大厨房业务基础上，进一步整合洗涤业务，打通冰箱、厨电、洗衣机等核心白电品类的协同链路。从过去各品类相对独立、资源分散，到如今全品类资源统一调度、联动运营。根据第一财经报道，海尔智家副总裁、中国区总经理赵冉锋将出任海尔智家大白电板块的负责人。

我们认为，大白电产业从企业层面可以更好地落地 TC 模式转型，提升协同效率，从用户层面更好的落地一站式智慧家庭成套解决方案。一方面，大白电整合有助于生产端强化成本优势，人力端加强整合，销售端共享渠道资源，降本增效。另一方面，有助于继续丰富海尔系多品牌的套系化产品矩阵，加强对不同圈层用户的覆盖，有效提升客单价和市占率。此外，相较于海尔的冰洗业务，公司的厨电业务份额还很有限，厨电可能更大程度上需要依靠套系化场景销售，公司在 2025 年报中也明确提出“新增 1,000 家大厨房数字化体验店，推动展示逻辑从单品陈列向生活场景转型，以场景体验驱动成套购买”。而白电业务的整合有助于冰洗和厨电加强渠道融合，增加更多套系化场景，借冰洗之势，助力厨电份额提升。

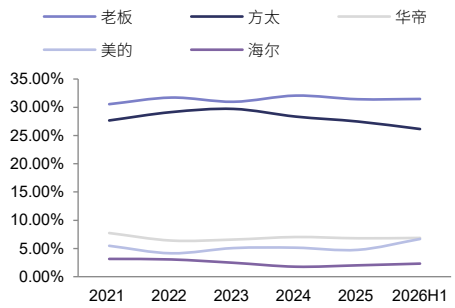
下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：白电产业整合有助于继续提升海尔多品牌套系化解决方案的竞争力



数据来源：海尔智家、卡萨帝、Leader 官网，广发证券发展研究中心

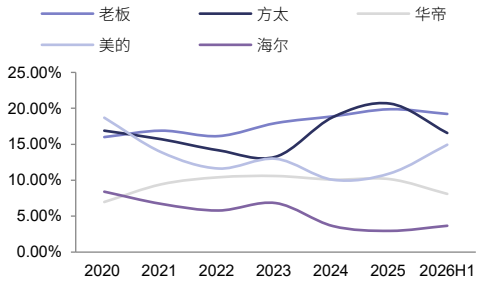
图 20：油烟机线下零售额市占率：海尔份额较低



注：统计口径：海尔系=海尔+统帅+卡萨帝

数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

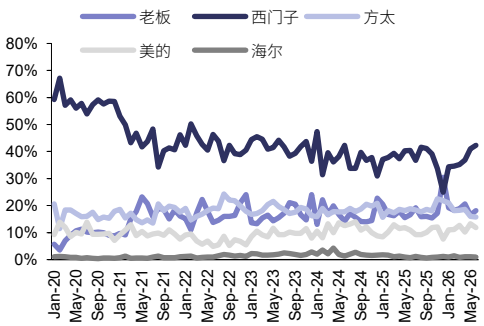
图 21：油烟机线上零售额市占率：海尔份额下行



注：统计口径：海尔系=海尔+统帅+卡萨帝

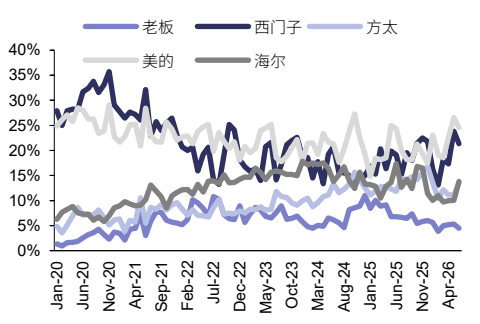
数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 22：洗碗机线下零售额市占率：海尔份额较低



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 23：洗碗机线上零售额市占率：海尔属二线梯队



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

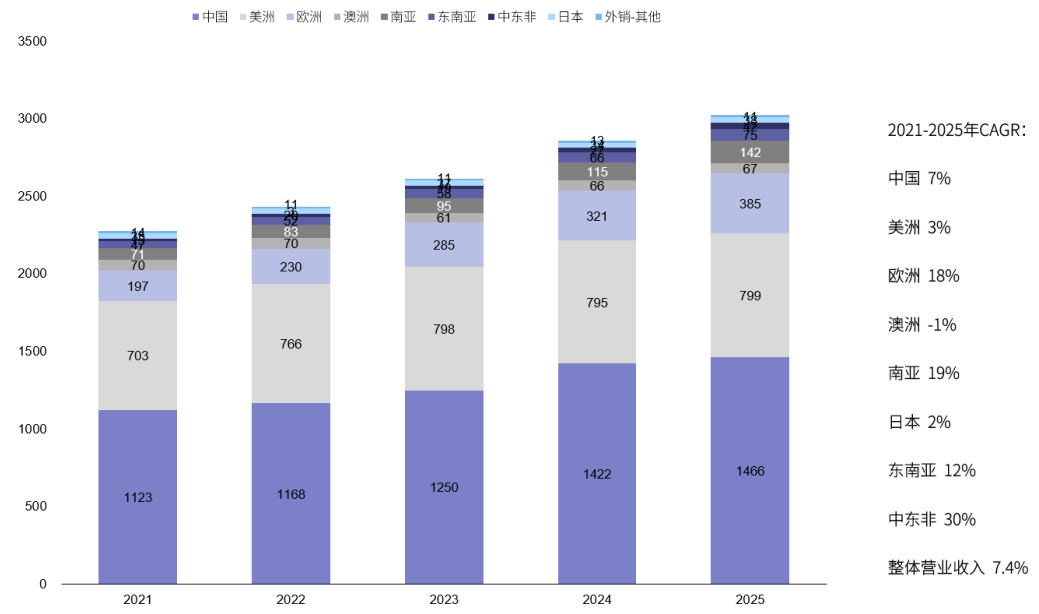
下载日志已记录，仅供内部参考

另一方面，大白电负责人由赵总担任，有助于顺利推进资源整合。赵总是现任海尔智家副总裁、中国区总经理、LC 新事业总经理。其于 2001 年加入海尔，历任海尔制冷产业总经理、洗涤产业总经理等多个职务，具有丰富的产品企划、研发、制造、市场营销等全流程管理经验。赵总担任大白电负责人，有望更紧密连接各个白电产业以及中国区重点管理的销售渠道，加强协同，且减少大白电整合之后在人事上的摩擦成本。

（二）海外平台：宋总接任海外平台负责人，其能力更符合当前海外市场所需

2025 年公司海外收入占比 52%，超过中国区。欧美是海尔最重要的海外市场，其中，2025 年美洲市场收入占公司总营收 26%，欧洲市场占比约为 13%。2021 年以来随着 GEA 稳定占据行业龙头地位，公司美洲市场收入增速整体跟随行业变化，略跑赢行业。欧洲业务由于品牌份额持续提升+收并购影响快速拓展。南亚、东南亚、中东非等新兴市场占总营收比重较低但迅速成长，日澳总体保持稳定。

图 24：海尔智家 2021-2025 年营业收入拆分（亿元）

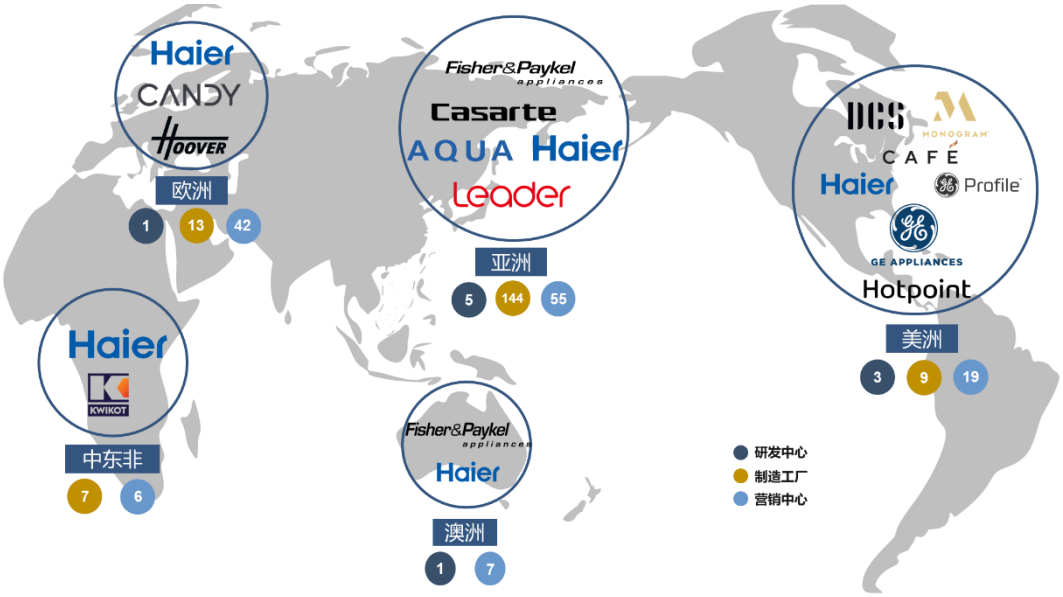


数据来源：公司历年年报、广发证券发展研究中心

全球化多品牌矩阵+本土化产能布局是海尔在中长期显著的竞争力。公司收入 100%来自自主品牌，且公司品牌矩阵全面，覆盖细分、大众、大众高端、高端，满足广泛消费圈层需求；同时品牌布局因地制宜，根据当地文化、消费习惯和品牌认知布局，例如北美以收购的本土品牌 GE 为主，东南亚则以日系出身的 AQUA 以及自主品牌海尔为主。公司本土化产能分布全面：公司在全球拥有 35 个工业园，163 个制造中心，覆盖亚、欧、澳、美、中东非核心地区，海外产能数量显著领先同业。本土化产能不仅能提升对本土需求的响应能力，并更易于获得更多当地资源，中长期来看是助力品牌份额持续提升的珍贵能力。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 25：海尔在全球拥有丰富的品牌矩阵、本土化的制造工厂以及相对全面的营销中心和渠道

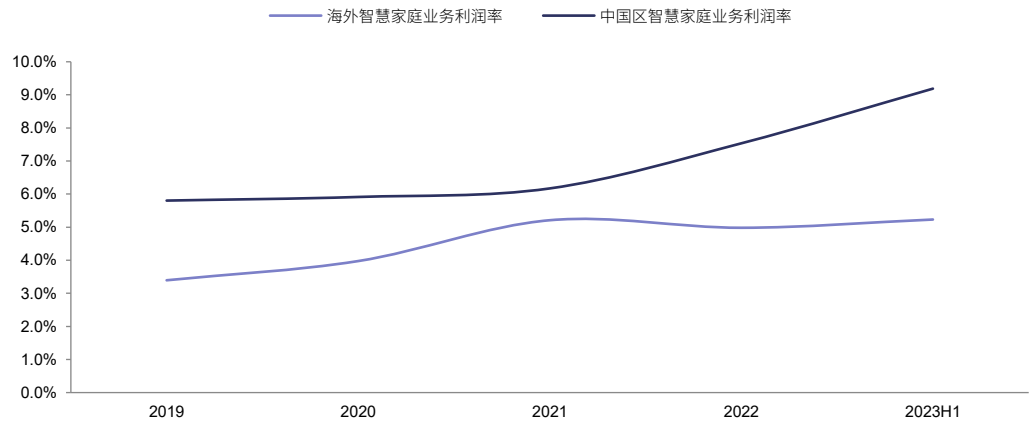


注：仅列示海尔在当地的主要品牌

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

公司海外的盈利能力还有更长足的优化空间。长期以来公司智慧家庭业务外销利润率均低于内销利润率，且 2021-2023H1 外销利润率总体在 5%左右，增幅放缓，但内销利润率则通过份额的增长+数字化等持续提升，内外销利润率差距拉大。此外，考虑 2024 年-2025 年公司在海外有较多资产整合费用，如 CCR 并表、欧洲白电业务优化，且 25 年进一步受到关税影响，我们认为公司外销利润率可能同比略有承压，有较大改善空间。

图 26：公司海内外智慧家庭业务利润率：外销利润率提升幅度放缓，内销利润率持续提升



数据来源：公司历年年报、广发证券发展研究中心

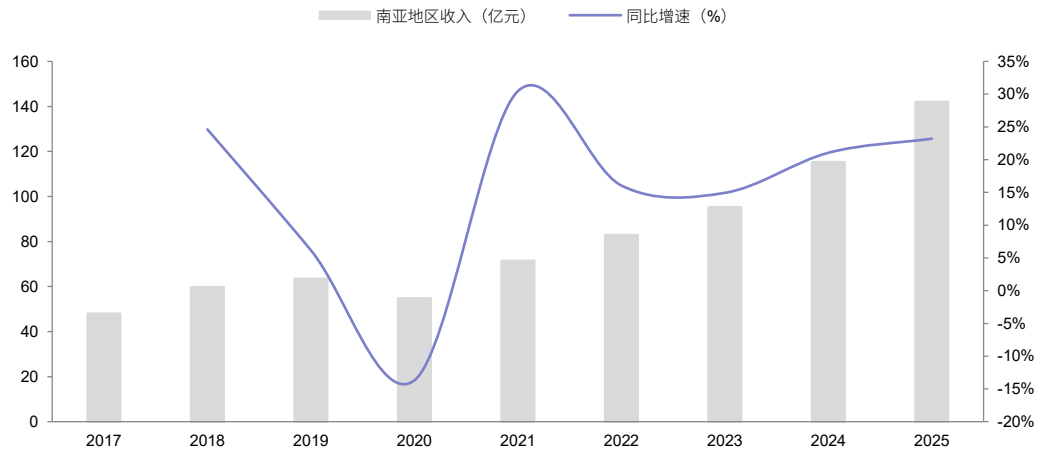
综上，我们认为公司海外业务在中长期的核心发展空间在于：（1）对于体量大但盈利承压的欧美地区业务，在关税、高通胀背景下努力稳住并提升利润率；（2）积极发展新兴市场业务，塑造新的成长极。

25 年底宋玉军接任海外平台负责人，从其履历来看，其能力切实符合当前公司海外业务发展所需。首先，宋总拥有成熟的海外市场管理经验，是领导海尔南亚市场从“0”到“1”直至成为龙头的核心人物。宋总 1998 年加

下载日志已记录，仅供内部参考

入海尔，当年即跟随公司出国拓荒，是海尔近 30 年全球化蝶变的亲历者。2002 年宋总来到印度负责当地市场开发，彼时海尔刚进入印度市场，产品“水土不服”，市场对品牌毫无认知。而宋总及其团队通过深入调研本地需求、推出本土化产品，并加强对当地员工的激励、优化本土化管理等方式，带领海尔印度地区业务持续迅速扩张。南亚也从只有一条生产线，到拥有多条生产线，再到拥有多个工业园，成为海尔智家新兴市场业务发展的典范。

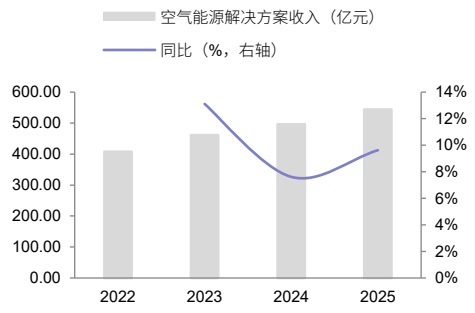
图 27：除 2020 年受公共卫生事件影响收入下滑以外，南亚收入几乎没有出现下滑，大多时候都是双位数增长



数据来源：公司历年年报、广发证券发展研究中心

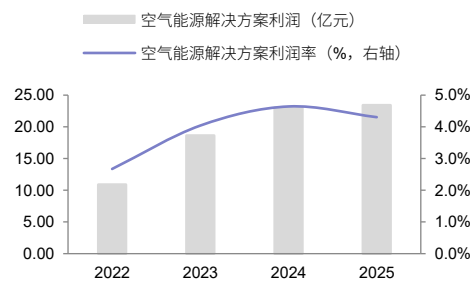
另一方面，宋总同样具备丰富且成功的产业管理经验。2022 年 6 月起宋总担任公司副总裁、海尔空气产业总经理，2023 年起海尔即落地电脑版自制、和海立合资建立压缩机工厂；通过持续加强空调技术创新、强化零部件自制能力、加强数字营销转型等方式，海尔空气能源解决方案业务收入从 2022 年的 408 亿元提升至 2025 年 544 亿元，2022-2025CAGR+10%，显著跑赢行业；利润率也从 2022 年 2.7%提升至 2025 年的 4.3%。**而这种通过技术创新、垂直整合供应链、加强自制带来的产品和成本优化的能力，正是当前盈利有待改善的欧美市场最需要的能力。**

图 28：2022-2025 空气产业收入 CAGR+10%



数据来源：公司历年年报、广发证券发展研究中心

图 29：2022-2025 空气产业利润 CAGR+17%



数据来源：公司历年年报、广发证券发展研究中心

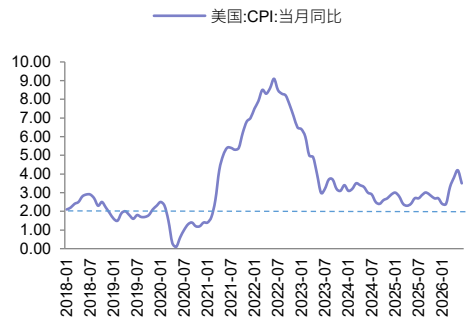
下载日志已记录，仅供内部参考

（三）北美：短期来看消费需求偏弱，维持市占率是前提，积极调整产能+优化成本减轻压力

北美市场占公司收入 25%以上的体量，是影响公司估值和业绩的重要因素。GEA 在当地已经是龙头，收入趋势总体与行业保持一致，而影响利润的重点在于关税、竞争格局以及高端化，因此，我们认为公司北美市场表现的主要变量在于：（1）当地的消费需求情况；（2）关税及成本的压力；（3）竞争的格局。

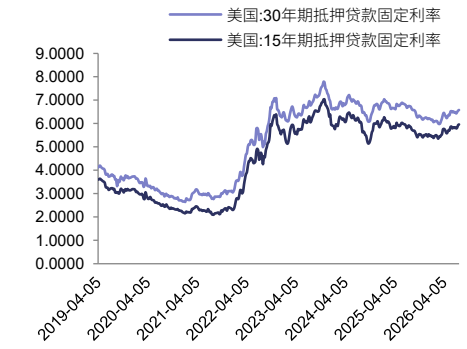
当地消费需求来看：消费需求低迷是客观事实，预计今年北美大家电行业增速下滑，但 Q2 家电行业降幅已经环比 Q1 收窄。自疫情开始美国长期处于较高通胀水平，26M4-6 受美伊战争影响 CPI 迅速抬升。常年的高通胀对居民消费造成持续的压力。另一方面，作为影响家电行业增速的重要因素，地产则由于持续高息而自 2022 年开始持续低迷，截至 26H1，成屋销售总体进入筑底阶段，新建住宅销售则继续同比下降。高利率+高通胀的影响下预计北美今年消费需求整体偏弱，惠而浦、伊莱克斯等公司季度公告中也普遍对今年家电行业增速维持下滑预期。但边际来看，由于暴风雪等异常因素解除，Q2 美国核心家电出货降幅环比 Q1 收窄，有所改善。

图 30：美国持续处于较高通胀水平（%）



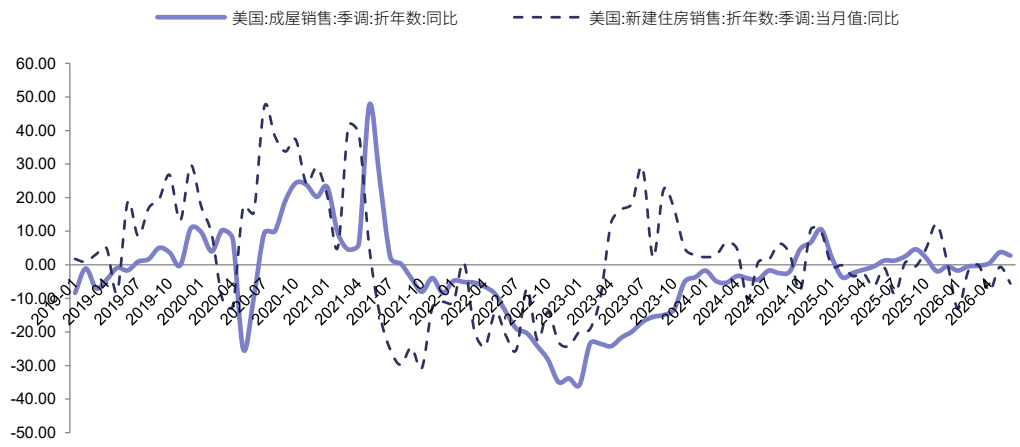
数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

图 31：2022 年后持续高利率（%）



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

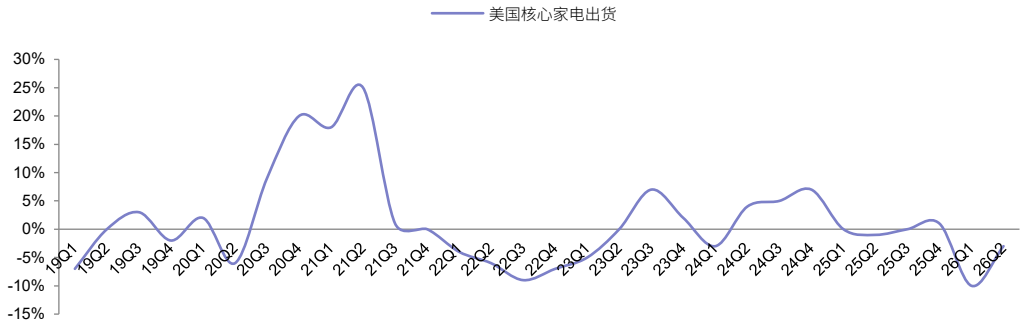
图 32：成屋销售当前筑底企稳，新建住房需求 26 年来同比下降（%）



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

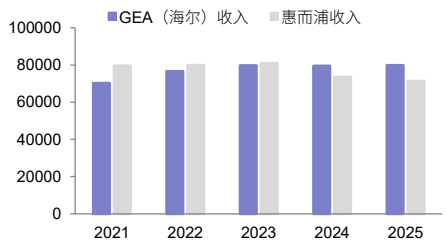
图 33：美国核心家电出货同比增速：仍处下降态势，26Q2 降幅较 Q1 收窄（%）



数据来源：伊莱克斯季度公告、广发证券发展研究中心

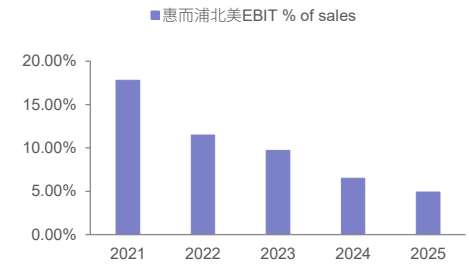
海尔在北美：坚挺的白电龙头，稳住市占率第一的宝座是前提。自 2016 年收购 GEA 后，海尔一方面充分利用当地本土产能、本地化管理和 GE 品牌的渠道优势，一方面积极推进全球采购、研发、产品等业务协同，持续提升 GEA 效率，当前 GEA 已经规模已经超过惠而浦，成为当地龙头。站在当前时点，对 GEA 而言，保持行业第一的份额始终是首要前提。参考 2021 年后惠而浦北美业务的盈利表现可以看出，份额的持续下降将对盈利产生明显的负面影响。

图 34：GEA 超过惠而浦成为行业第一（百万元）



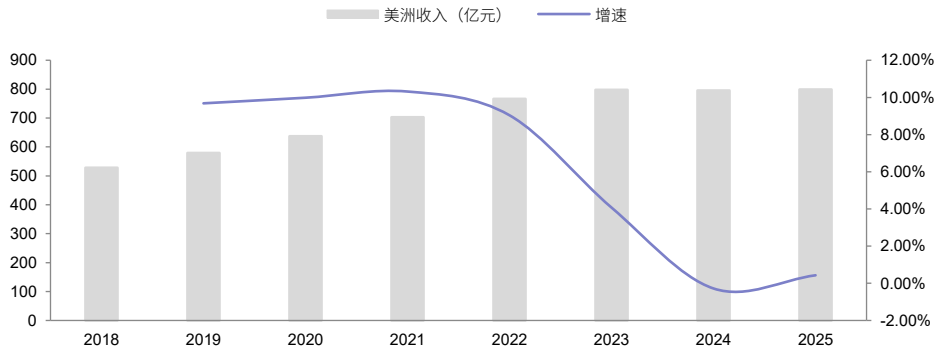
注：单位为人民币，人民币兑美元采取历年年底汇率的中间价
数据来源：惠而浦年报、海尔智家年报、广发证券发展研究中心

图 35：2021 年后惠而浦北美盈利情况持续下滑



数据来源：惠而浦历年财报、广发证券发展研究中心

图 36：海尔智家美洲收入增速变化：2018-2022 收入高增，份额提升，后续年份更多跟着行业 β 走（%，亿元）



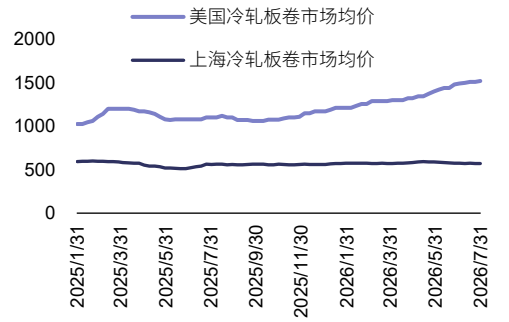
数据来源：海尔智家历年年报、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

关税角度：无论本土生产与否，所有玩家都需要承担关税和原材料带来的重大压力，更考验的是应对风险的变革能力。虽然对等关税被美国最高法裁定无效，但根据美国贸易代表办公室公告，从美国东部时间 2026 年 7 月 24 日开始，美国已经根据 301 调查对包含中国在内的 60 个国家征收 10%-12.5%的关税，以替代此前 10%的临时全球关税。另一方面，除暖通空调外的大部分的家电及家电金属零部件进口当前均适用于 232 条例中整机 25%的关税；而对符合 USMCA 待遇的衍生钢制品，区分“美国内容”和“非美国内容”分别计税。因此，即便是对于惠而浦这种北美本土生产占比较高的企业，也同样需要承担冰洗等压缩机普遍从海外进口所带来的关税压力。

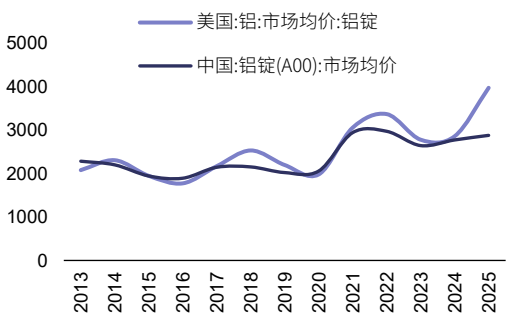
短期在北美自建压缩机等金属零部件产能的概率并不大，因此关税是行业普遍且长期的影响因素，非 GEA 一家的问题。根据 iFind 引用产业在线的数据，截至 2025 年，我国拥有全球 76%的全封闭活塞压缩机产能（冰箱压缩机主要为全封闭活塞压缩机），生产优势实际上较难被替代。通过对比中美的钢、铝价格也可以看出，美国的冷轧板卷价格是中国的 2-3 倍，铝的价格也整体高于中国，同时受 AI 基建迅速发展的影响，北美本土的铝、铜的供给也存在一定瓶颈。高成本+供给不稳定+重资产的情况下，在这种背景下的压缩机本土自产难度较大。

图 37： 中美钢价对比（美元/吨）



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

图 38： 中美铝价对比（美元/吨）



数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

GEA 积极调整产能+优化成本减轻压力，期待变革持续显效。从收购 GEA 到将 GEA 托举至全美第一的大家电企业，过去的努力和成果证明海尔智家足够了解北美、善于治理北美业务。当前公司在优化全球供应链布局的同时，继续提高在北美市场的生产效率，关键举措包括实施全球产品成本对标以增强成本竞争力，以及推进空调和制冷产业的供应链优化。公司还通过数字化转型、严格的成本控制措施和动态定价来提高运营效率、应对行业波动。我们期待其持续的成本优化和迅速的产能转移能够尽快稳定北美市场的盈利能力，让 GEA 这艘大船行稳致远。

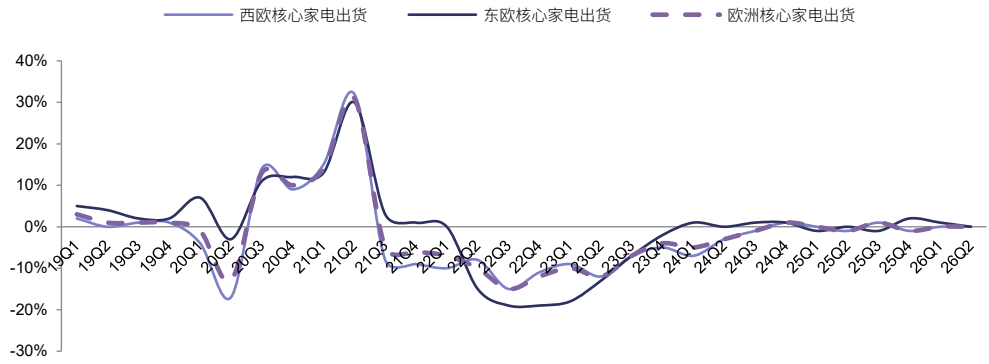
（四）欧洲：白电业务经营提效，暖通+商用冷柜拓展版图

欧洲白电需求整体较为平稳，预计今年行业增速为持平。根据公司 25 年报中引用的 GFK 数据，25 年，行业销量同比增长 2.1%，销额同比下降-1.0%；欧盟能效新政刺激产品迭代带动市场需求起增，而欧洲经济增长

下载日志已记录，仅供内部参考

疲缓、居民消费能力承压抑制价格上行。近期来看，根据伊莱克斯中期报告的数据，26H1 欧洲核心家电出货量较去年同期+1%，相对稳定，伊莱克斯对今年行业整体增速给予中性预期。

图 39：26Q1-2 欧洲整体核心家电出货增速为持平（%）



数据来源：伊莱克斯季度报告、广发证券发展研究中心

公司在欧洲"产研销"多维大刀阔斧改革，提升竞争力和盈利能力。想要在平稳的市场做增长，就要求企业勤修内功提升综合竞争力，实现份额增长和盈利能力的优化。2025 年公司在欧洲积极变革：

（1）生产端，根据公司 2025 年报，公司持续推进欧洲供应链的整合优化，关闭罗马尼亚的冰箱工厂和意大利洗涤工厂，将产能有序转移至土耳其、东南亚和中国等核心生产基地，充分发挥成本优势并提升响应速度。

（2）研发端，公司加大研发投入和全球研发协同，提升冰洗产品线在各价位段竞争力。洗衣机业务通过产品创新使得市场份额攀升至行业第二；三桶洗衣机等行业爆款产品的联动发布进一步体现了海尔全球研发和销售端的一体化协同；冰箱业务则表现出强劲的增长势头，继续向行业前列追赶。

（3）渠道端，公司深化大客户战略与定制化服务，同时发力线上电商及 DTC 渠道建设，实现快速增长。在欧洲新建和升级了数百家终端门店，通过提升陈列形象与加强导购培训，有效强化了品牌在年轻消费者群体中的影响力。营销端，公司启动了全球品牌赞助计划，通过赞助利物浦、巴黎圣日耳曼等顶级足球资源，大幅提升了客户认知和品牌认知度。

图 40：海尔与英国利物浦足球俱乐部达成长期合作



数据来源：海尔官网、广发证券发展研究中心

图 41：海尔与法国巴黎圣日耳曼足球俱乐部签约



数据来源：海尔官网、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

（4）组织方面，过去公司海外主体的运营相对独立，且欧洲由于深耕较久，组织结构臃肿，在高通胀环境下用人成本上升且用工低效，导致公司在欧洲虽然市场份额较高但盈利质量较差。25 年公司积极推动产业直达终端的组织转型，总部团队与当地团队并肩作战、统一目标，加强了公司总部对欧洲区域的管理深度，强化了对欧洲市场需求的快速反应，经营进一步提效。

25 年的改革取得明显成效，26 年轻装上阵仍然有望贡献盈利弹性。受益于以上多项积极变革，2025 年公司欧洲白电产品收入实现两位数增长、平均单价提升 10%以上，盈利能力大幅改善。但 25 年受变革影响，还有较多一次性费用影响公司整体管理费用率。因此从今年的角度来看，份额提升+效率优化+一次性费用影响消除，欧洲市场有望释放更多盈利弹性。

除智慧家庭业务外，开利制冷盈利能力亦有望得到修复。开利制冷总部位于荷兰，主营业务包括制冷设备及解决方案，包括零售行业（商超）制冷柜、CO2 制冷机组及配套等。首先，根据公司 2025 年报，欧洲作为全球商用制冷最成熟的核心市场，2025 年欧洲市场规模预计约 130 亿美元，同比实现 3 %左右的稳健增长。这一增长来源于欧盟《F-gas 法规》影响下对传统高 GWP 制冷剂设备的强制汰换。预计 2026 年欧洲市场将延续这一态势，环保制冷剂、高能效商用冷柜及智慧冷库将成为市场绝对主流。除此以外，印度、东南亚等新兴市场也有望持续受益于食品及医疗冷链的建设。

通常而言，B 端产品通常看重产品创新、定制化能力且依赖长期客户关系的维护，对于海尔而言，收购全球知名的开利制冷品牌，有助于快速拥有 B 端产品的创新能力和稳定的客户资源。2025 年是原开利商用制冷 CCR 业务交割之后的第一个完整经营年度，面临过渡期服务 （TSA）、能力自建以及全流程转型等三重挑战，公司也已经通过“人单合一”机制推动全流程变革，2025 年实现收入双位数增长，在亚太地区实现了远超行业的 16%增长。25 年受过渡期服务、能力自建等挑战影响，CCR 尚有一定的盈利影响，但随着公司迈入正常经营节奏，CCR 的盈利弹性有望在今年显现。

（五）新兴市场：因地制宜发展品牌，本土产能布局是中长期重要竞争优势

公司在新兴市场的收入规模虽小但持续快速成长。南亚+东南亚+中东非收入从 2021 年的 134 亿元提升至 2025 年的 259 亿元，2021-2025CAGR+14%；占公司总营收比重从 2021 年的 5.9%提升至 2025 年的 8.6%。

全球品牌矩阵丰富，自主品牌发展因地制宜。以东南亚市场为例，当地消费者对日韩品牌接受度更高，对中国品牌认知则并不充分。因此公司采用此前收购日本三洋电机旗下的 AQUA 品牌作为主推，得以迅速在东南亚市场打出声量，在越南市场，AQUA 已经成为当地市场头部白电品牌；另一方面，凭借 AQUA 深耕越南当地的经验积累，以及当地市场对中国品牌认知的逐渐改善，2025 年公司也将 Haier 品牌引入了越南市场，开启双品牌运作的新阶段。而在中东非市场，除去 Haier 牌以外，公司 2024 通过并购的南非百年热水器品牌 Kwikot，巩固了公司在热水器领域的业务布局，并进一步促进白电业务快速深入南非市场。

本土产能布局是中长期自主品牌发展重要的竞争优势。相较于其他同业，海尔在全球的本土产能布局更为细致全面，辐射各个地区，例如公司在全球拥有 35 个工业园区、173 个制造中心，其中亚洲就有 144 个制造工厂。细致、高密分布的本土产能布局虽然一定程度上会导致较重的资产，短期内可能也无法带来较强的规模效应，但优势在于（1）能获得更多当地政府的资源倾斜；（2）提升产品本土化创新和生产、运输的能力和速度；（3）

下载日志已记录，仅供内部参考

分散全球政治经济不确定性带来的风险，实际上更有利于自主品牌在当地的长线发展；无论是在印度还是越南，海尔系自主品牌份额的持续提升，都离不开本土产能的强力支持。

图 42：海尔全球产能布局全面细致，本土化程度更深，短期来看影响规模效应，但长期看对份额突破有利



数据来源：海尔官网、广发证券发展研究中心

图 43：美的全球产能布局：精简、重视规模效应，更多是区域集中



数据来源：美的官网、广发证券发展研究中心

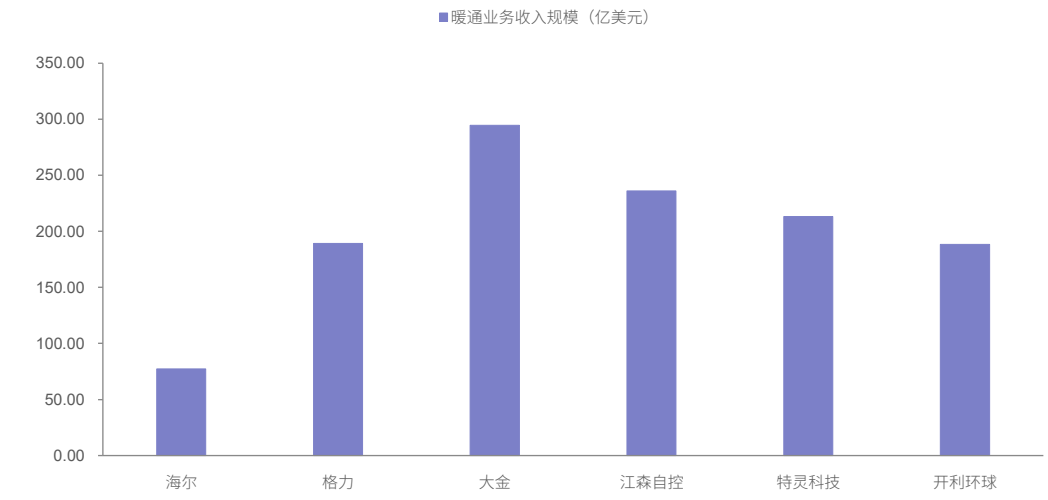
对于海尔而言，未来新兴市场还有更强劲的发展空间。从海尔在越南和印度市场的成功发展来看，我们认为海尔在新兴市场的规模有限并非是能力不足，只是过去的战略重点可能更集中于欧美，因此在新兴市场投入的资源较为有限。随着欧美消费需求趋于平淡，而新兴市场则快速成长，我们认为公司战略重心也可能逐渐向新兴市场倾斜。目前公司在东南亚、拉美、中东非的发展基本是点状的，只有个别的优势市场，但实际上区域性的品牌矩阵和产能布局都可以复用，可以由点及面，向区域中的各个国家辐射；另一方面，在各个区域内持续拓展新市场，本身也更有利于发挥本土产能的规模化优势，从而改善公司海外业务的盈利能力。

下载日志已记录，仅供内部参考

二、成立大暖通平台，锚定全球暖通业务为第二成长曲线

相较于全球暖通市场的规模，海尔当前空气产业的收入规模占比仅为低个位数，还有很大提升空间。根据 Global Market Insights 的估算，2025 年全球暖通空调市场规模约为 5249 亿美元；而公司 2025 年智慧大暖通产业收入为 723.56 亿元（按去年年底美元兑人民币中间价 1 美元=7.0288 人民币计算，为 102.9 亿美元），对应占比仅 2%；若仅考虑空气智慧解决方案收入 543.92 亿元（77.4 亿美元），则对应占比 1.5%。

图 44：2025 年海尔、格力、大金、江森自控、特灵、开利环球暖通业务的收入（亿美元）



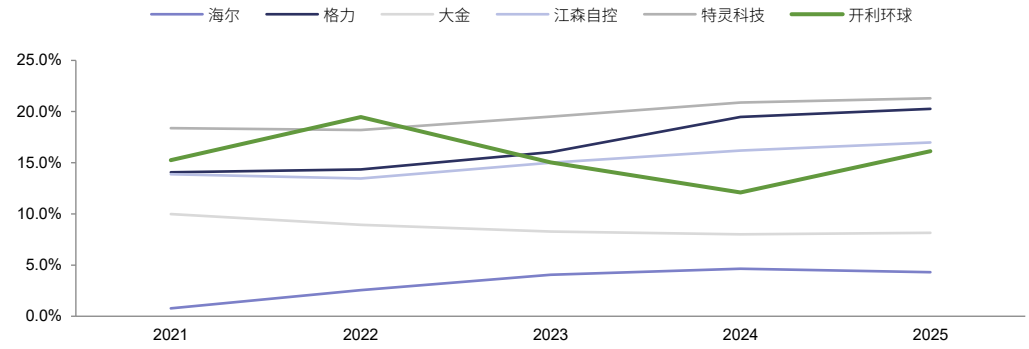
数据来源：海尔智家、格力电器、大金工业、江森自控、特灵科技以及开利环球的年报、iFind、广发证券发展研究中心

注：（1）海尔智家披露口径为空气能源解决方案，格力电器披露口径为消费电器，大金工业披露口径为 Air Conditioning and Refrigeration Equipment，江森自控=Americas+EMEA+APAC，特灵科技=Americas+EMEA+Asia Pacific，开利环球=Climate Solution Americas+Climate Solution Europe+Climate Solution Asia Pacific,Midddle East&Africa；（2）大金工业使用 FY2026 的数据，财年截止日为 2026 年 3 月 31 日；（3）美元兑日元汇率、美元兑人民币采用 2025 年 12 月 31 日的汇率。1 USD=7.0288RMB=156.8JPY

盈利能力而言，虽然海尔暖通业务的利润率近年来持续提升，但其较全球暖通龙头还有较为明显的差距。海外来看，商业暖通为主的龙头如江森自控、特灵等盈利能力更好于以家用暖通为主的大金工业；格力电器的高盈利能力来自于其在中国地区明显高于行业的均价和寡头市场地位。而对于海尔而言，空气解决方案业务中家用空调占比大，同时全球市场份额较低，规模效应和自制化程度有待提升，导致其利润率较友商更低。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 45：2021-2025 年海尔空调、大金空调、格力、江森自控、特灵、开利环球盈利能力对比



数据来源：海尔智家、格力电器、大金工业、江森自控、特灵科技以及开利环球的年报、广发证券发展研究中心

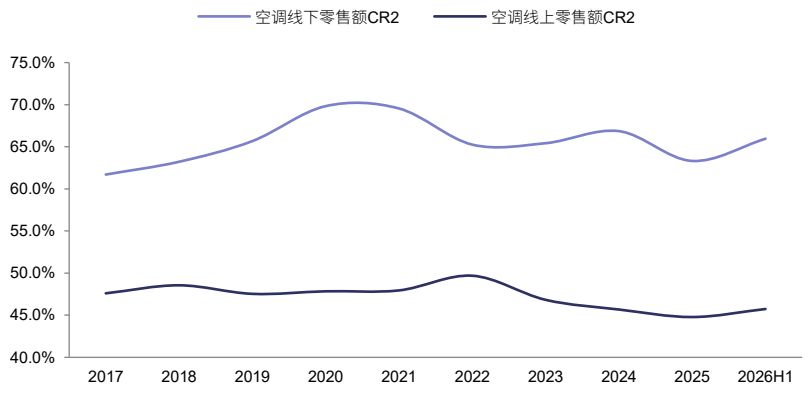
注：除江森自控为 EBITA%外，其余公司均为 OPM；海尔智家披露口径为空气能源解决方案，大金工业披露口径为 Air Conditioning，2025 年为 Air Conditioning and Refrigeration Equipment；格力电器、江森自控、特灵科技均为公司总体口径；开利环球=Climate Solution Americas+Climate Solution Europe+Climate Solution Asia Pacific,Midddle East&Africa；2021 年和 2022 年海尔业务利润率口径为中国区，其余年份为全球口径

公司内销家空市占率还有一定提升空间。我国家用空调虽然持续呈现双寡头的局面，但行业集中度 CR2 自 2017 年以来上升并不明显，客观上市场容得下一家稳定的“第三名”。2017-2026H1 来看，线上线下份额均在提升的二三线梯队实际只有海尔系和 TCL。

（1） 线下：在 KA 渠道式微的当下，全品类+数量众多的品牌专卖店是线下最重要的竞争壁垒，目前只有美的、海尔、海信等具备此优势，随着海尔中国区持续落地数字库存、数字物流，提升渠道周转速度和运营效率，我们认为海尔空调在线下的优势有望继续加强。

（2） 线上：截至 26H1 公司空调线上销额份额刚达到 10%，还略低于小米。2025 年公司通过统帅+海尔+卡萨帝的多品牌多价位段覆盖，叠加数字营销变革的助推，成功挤压小米份额，验证公司在顺周期的竞争打法的成功。线上消费者对价格敏感度高，对品牌忠诚度弱，更要求企业必须强化自身供应链降本和技术降本的能力，提供更具备性价比的产品，为竞争做好准备。

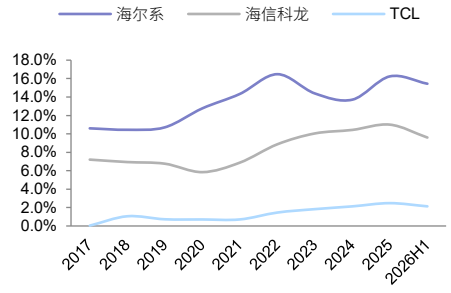
图 46：2025 空调线上、线下 CR2 分别为 63%、45%，较 2017 年分别+1.6pct、-2.8pct，集中度上升不明显



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

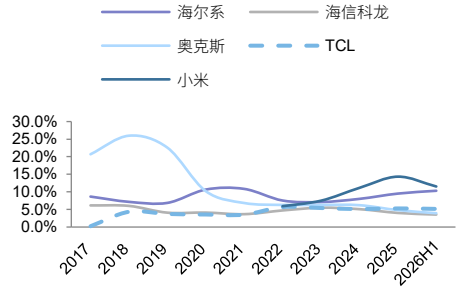
下载日志已记录，仅供内部参考

图 47：二三线品牌在空调线下零售额市占率



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

图 48：二三线品牌在空调线上零售额市占率



数据来源：奥维云网、广发证券发展研究中心

海尔持续加强零部件自制，深度整合供应链，并通过技术创新促成本优化，在空调领域的竞争力有望持续强化。根据公司年报，2022 年海尔空调开始加强零部件自制并整合供应链，至 2024 年底郑州+重庆电脑版自制能力合计达到 530 万台，其在郑州与海立合资的压缩机工厂产量也达到 224 万台。2025 年公司通过在新产品开发中，积极应用新材料、新技术、新工艺，打造模块化竞争力，促进产品成本优化，并继续持续推进压缩机、电脑板等核心零部件的自制能力建设，综合带动空调整体成本同比下降约 8%。根据制冷快报，2026 年来看，以武汉空调工厂为例，通过 AI 视觉检测、机械臂等智能化改造，武汉工厂日产量由 9000 台提升至 1.2 万台，产能同比增长 33%，点焊等高危工位实现人机分离、远程操作；同时公司也在武汉新建空调零部件配套工厂，自主生产管组、注钣、电脑板等前端部件，预计年内全面投产。我们认为随着海尔空调工厂的持续智能化改造+自制化能力提升，公司空调的竞争优势将持续强化。

图 49： 海尔武汉工业园智能化车间



数据来源：武汉经济技术开发区官网、长江日报、广发证券发展研究中心

图 50： 海尔武汉工业园智能化车间

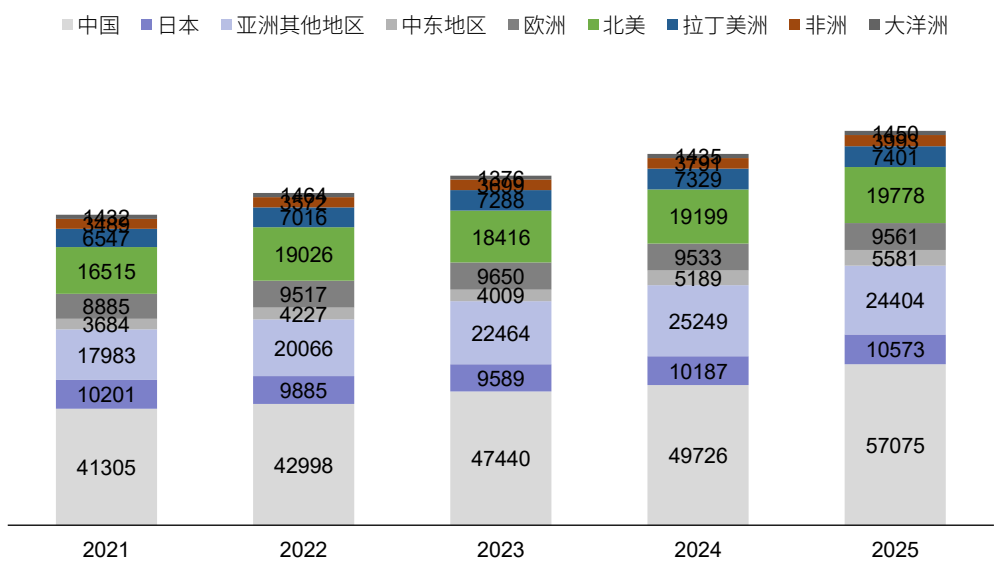


数据来源：武汉经济技术开发区官网、长江日报、广发证券发展研究中心

海外家用暖通市场则是更大的蓝海。根据日本工业冷冻空调会数据，2021-2025 年全球 HVAC 需求量从 2021 年的 1.1 亿台提升至 2025 年的 1.4 亿台，CAGR+6.2%。除中国和日本以外的地区 2025 年空调需求量超 7200 万台，2021-2025 年需求量 CAGR 高达+5.4%，其中，中东最快，CAGR+11%，亚洲其他地区、美国、欧洲、非洲 CAGR 分别为+8%/+5%/+2%/+3%。从渗透率来看，相较于已经较为成熟的中国、日本、美国市场，欧洲、东南亚、南亚等地家用空调渗透率仅在 15%-30%之间，未来还有充足的提升空间。

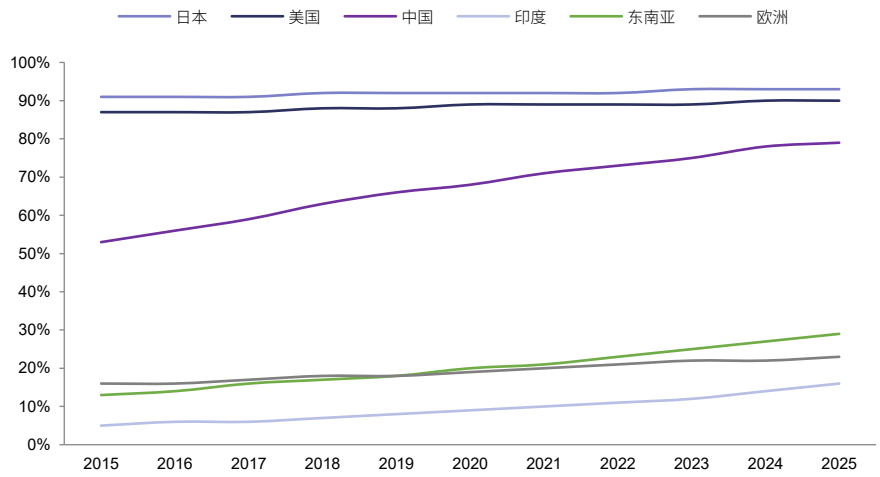
下载日志已记录，仅供内部参考

图 51：全球 HVAC 需求量 2021-2025CAGR+6.2%（千台）



数据来源：日本冷冻空调工业会、广发证券发展研究中心

图 52：各地区装有空调的家庭数量占比：欧洲、东南亚、印度等地区还有较高提升空间

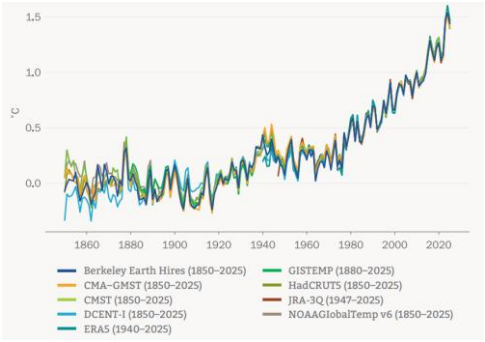


数据来源：IEA、广发证券发展研究中心

全球变暖将持续推动全球家空销量增长，26-27 年厄尔尼诺有望进一步形成催化。根据世界气象组织数据，2015-2025 是全球有记录以来最热的十一年。按照衡量制冷需求的“冷却度日（Cooling Degrees Days，CDD）”天数来看，1990 年以来中东非、拉美、欧洲等地区 CDD 数均呈现显著的增长，而这些地区实际也是空调渗透率最有提升空间的市场。持续性的全球变暖将成为继续驱动全球家空渗透率提升的重要因素。而厄尔尼诺现象可能会在 2026 年和 2027 年引发一系列新的极端高温，从而进一步催化全球空调市场需求。

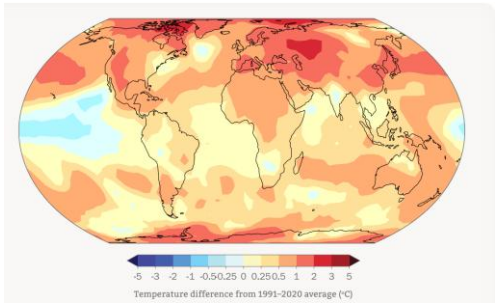
下载日志已记录，仅供内部参考

图 53：1850 年至 2025 年相对于工业化前（1850–1900 年）基准的全球年平均气温异常值：持续升温



数据来源：世界气象组织、广发证券发展研究中心

图 54：.2025 年与 1991–2020 年平均值相比的年平均气温变化：西欧、北美、西亚等地气温显著变高



注：所示数值为左侧所示的九个全球气温数据集的中位数。
数据来源：世界气象组织、广发证券发展研究中心

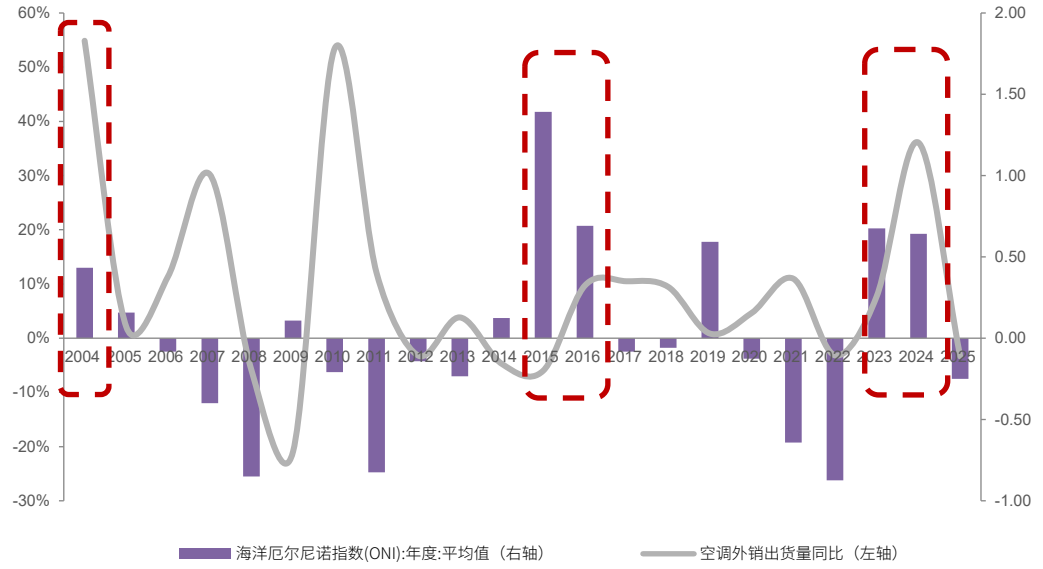
图 55：全球各地区 CDD 天数持续提升，对应着制冷需求持续提升



注：CDD：Cooling Degrees Days，指一段时间（月、季或年）日平均温度高于 65 °F(18.3 °C)的积累度数，用于衡量制冷需求。
数据来源：IEA、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

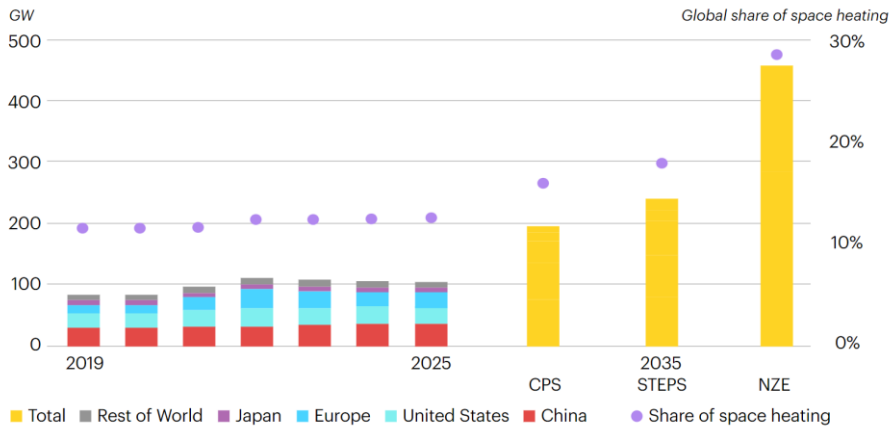
图 56：在厄尔尼诺指数较高的年份，空调外销出口表现强劲



数据来源：产业在线、Wind、广发证券发展研究中心

减碳政策驱动下，热泵同样是海外高成长性的市场。相较于其他传统供暖设备，热泵更为节能环保、可以有效减少碳排放，同时运营成本较低，不会受到天然气价格波动和供应紧缺影响，经过改造还可以达到制冷的效果；但制约其普及的因素在于前期投入成本较高、安装人员短缺等。2021-2022 在欧盟减碳政策补贴下热泵销售迎来高峰，但后续随着补贴力度减弱、市场去化库存等导致规模下滑，至 2025 年，全球热泵年销量约 100GW，在全球热泵在建筑供暖需中的占比不足 15%，在工业和区域供暖中仍属于小众产品。但“碳中和”始终是全球中长期重要的目标，热泵的需求只是经历周期但不改长期向上走势。根据 IEA 测算，在当前政策情境/已声明政策情境/2050 净零排放情境三种不同场景下，至 2035 年，全球热泵销量预计较 2025 年分别提升 80%/100%/200%。短期来看，随着欧洲热泵补贴的恢复和下游库存去化完毕，热泵有望在今年延续增长势头。

图 57：2019-2035 年全球各地区热泵销量及不同情景下热泵满足空间供暖需求的比例



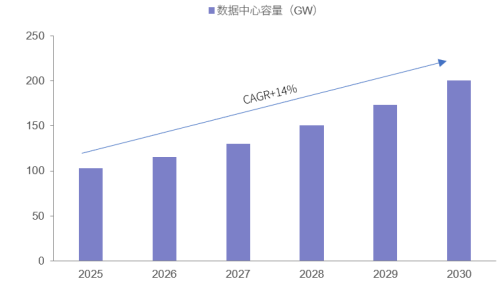
数据来源：IEA、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

2025 年 6 月，海尔智家官宣收购匈牙利头部空调和热泵渠道商 KLIMA KFT，进一步夯实自身在中东欧地区暖通业务基础。欧洲是暖通空调发展潜力最大的市场之一，收入水平高，制冷需求持续上升，而空调渗透率低；政府也大力推广热泵。KLIMA KFT 成立于 1990 年，是匈牙利最大的空调和热泵批发零售公司之一，还从事建筑工程设计、施工、服务和维护。本次交易涵盖 KLIMA KFT 全部资产、渠道及专业技术。相较于博世集团以 81 亿美元收购江森自控全球家用及轻型商用暖通业务、三星以 15 亿欧元收购德国 FlaktGroup 等重大收并购项目而言，海尔收购区域性的渠道商以相对轻资产、较低的金额获得了当地的渠道资源且可以学习其他品牌运营的能力，一方面不会造成过重的资金压力和经营整合负担，另一方面也为后续其他市场的拓展积累经验。

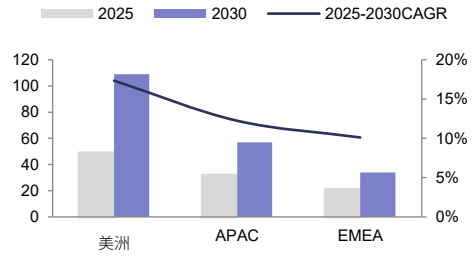
AI 建设驱动之下，商用暖通正在经历新一轮的景气周期。根据仲量联行发布《2026 年全球数据中心展望》，受超大规模云扩展和人工智能需求推动，预计全球数据中心容量将从 2025 年的 103GW 提升至 2030 年的 200GW，CAGR+14%。其中，美洲是最大的数据中心区域，约占全球容量的 50%，预计其规模将从 2025 年的 49GW 提升至 2030 年 109GW，CAGR+17%，而美国占美洲产能的 90%。亚太区数据中心容量预计到 2030 年将从 32GW 扩展至 57GW，CAGR+12%。EMEA 地区 CAGR+10%，得益于政府对 AI 基础设施的支持以及对主权 AI 云以满足数据隐私法规的强烈需求，增长集中在成熟的欧洲枢纽和正在推进数字化转型的新兴中东市场。

图 58：全球数据中心容量持续扩张（GW）



数据来源：仲量联行、广发证券发展研究中心

图 59：分地区数据中心容量规模预测（GW）

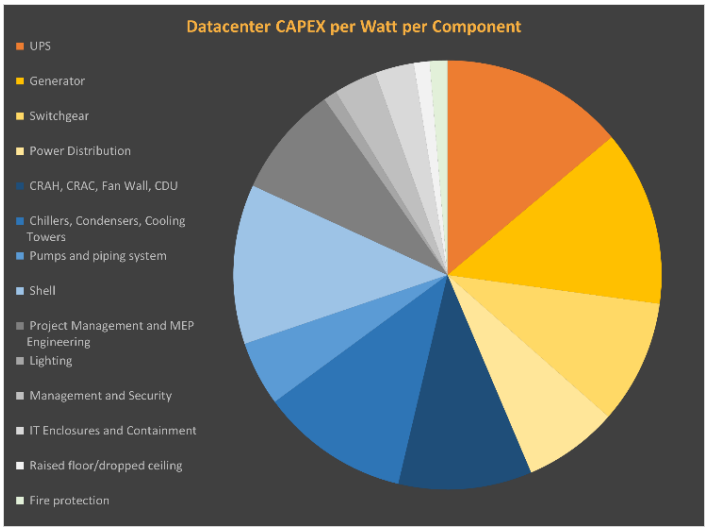


数据来源：仲量联行、广发证券发展研究中心

冷却系统是 AI 数据中心上游设施层的关键部分，占数据中心建设投资（不含 IT 设备）比重合计超过 30%。根据半导体产业纵横引用的 SemiAnalysis 数据，新建数据中心主要包括四大类开支：土地与建筑主体、冷却系统、电气系统和室内装修。其中，冷却系统是第二大开支，冷源生产端占 AI 数据中心建设投资约为 15%（不含 IT 设备），泵与管道系统占 7%，末端设备占 10%。

下载日志已记录，仅供内部参考

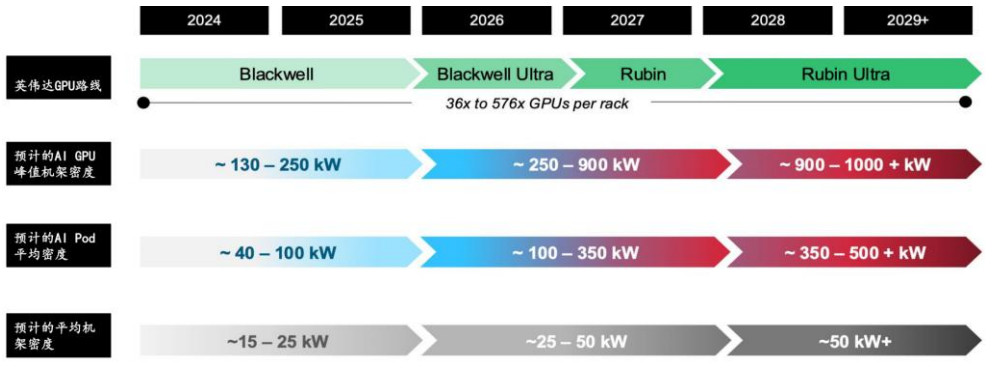
图 60：数据中心建设支出



数据来源：Semianalysis、半导体产业纵横、36Kr、广发证券发展研究中心

生成式 AI 训练任务对 GPU 集群的需求显著提升单机架的功率密度，驱动冷却方案从风冷向液冷方案转型，对传统商用暖通龙头技术发展提出要求。以英伟达为例，伴随其 GPU 的持续演进，预计 2026-2027 年其机架的平均功率密度将达到 25-50KW，2028 年后达到 50KW 以上。而在此功率密度之下，液冷方案比风冷方案在 PUE（电源使用效率，数据中心总能耗/IT 设备能耗，比值越低越好）、TCO（总体拥有成本）、空间占用率上都具备更为明显的优势（参见表 1），成为当数据中心建设的重要趋势。

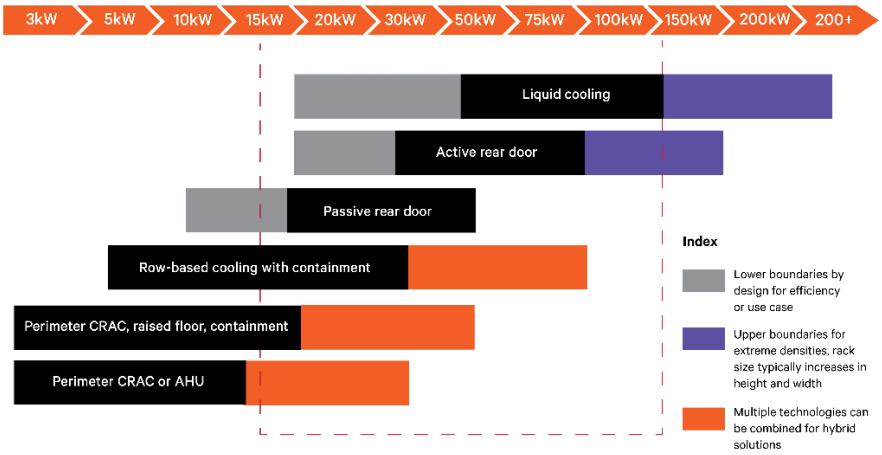
图 61：英伟达 GPU 及机架功率密度的演进



数据来源：维谛技术、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 62：不同机架功率对应的冷却方案



数据来源：维谛技术、广发证券发展研究中心

表 1：风冷方案和液冷方案的主要区别

	风冷方案	液冷方案
原理	利用空气作为冷却介质，通过风扇强制对流带走热量。	利用液体作为冷却介质，通过循环流动带走热量。液体导热能力比空气更强。
主要设备	制冷机组、冷凝器、蒸发器、冷却塔、冷却水泵和控制器等	根据冷板式、浸没式、喷淋式有所区别。主要包括冷板、液冷分配单元（CDU）、液冷维护单元、液冷温控单元、管路等
PUE	1.5-1.8	1.05-1.15
TCO	前期基础设施投入小，但机柜高密度情况下，长期TCO较高	前期基础设施投入大，但机柜高密度情况下长期TCO更低
空间占用率	机架功率密度偏低，更占用空间	机架功率密度高，节省空间

数据来源：海悟数字能源、链力、introl、广发证券发展研究中心

数据中心制冷方面，海尔已经拥有较为成熟的磁悬浮技术和完整的风液同源数据中心解决方案。首先，磁悬浮制冷技术凭借无油长效稳定、高温出水适配自然冷、宽域灵活调温、负荷响应快速等核心优势，能够较好解决高密度算力机房散热、能耗、运维、交付多重痛点。而海尔是我国磁悬浮中央空调的龙头，全球落地超过 10000 个项目，并牵头编制了国内第一个无油悬浮国家标准。其磁悬浮机组已经在多项数据中心项目中表现出色，根据海尔智家 2025 年 ESG 报告，在国家级超算中心，公司定制系统集成 27 台 1200RT 水冷磁悬浮机组，总制冷量 110MW，实测 PUE≤1.2；马来西亚某数据中心替换传统风冷螺杆后，48 台风冷磁悬浮主机将 PUE 降至 1.38，主机 COP 达 4.5。2026 年 4 月，海尔推出了“风液同源·悬浮引领”全栈式数据中心智慧低碳解决方案，进一步完善自身在数据中心领域的布局。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 63：海尔数据中心风液同源解决方案



数据来源：海尔官网、广发证券发展研究中心

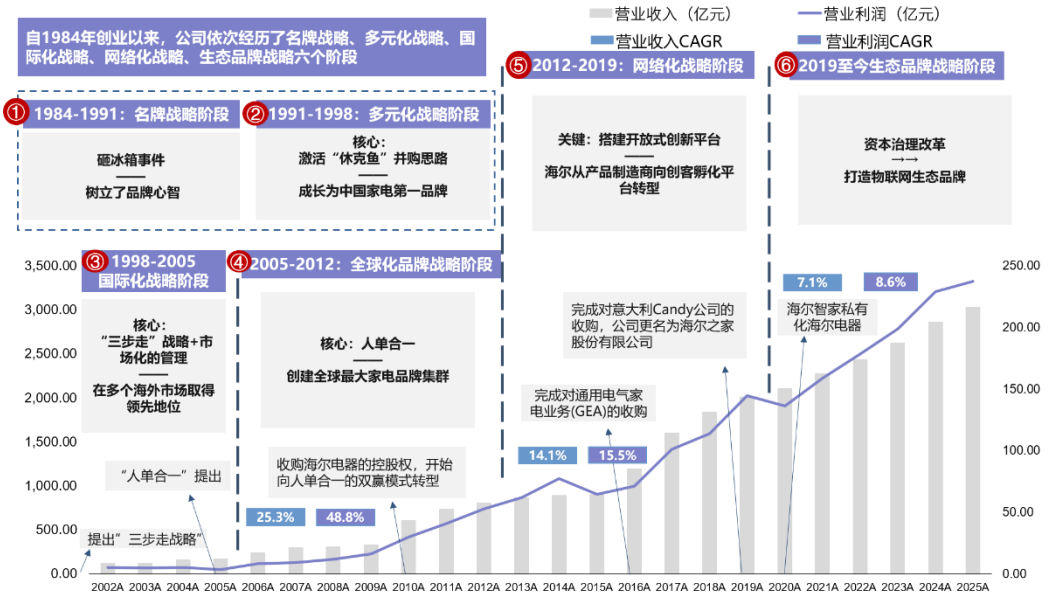
2025 年底海尔正式落地“大暖通”产业，有助于进一步加强自身在暖通空调领域的竞争力，打开中长期成长空间。首先，无论是户用、商用还是工业暖通，系统性的解决方案都是大势所趋，例如户用中的天氟地水、商用中的风液同源、工业场景中的热泵应用等，都要求企业根据客户的需求提供定制化的解决方案，考验企业的产品研发能力、产品协同一致性和丰富度。而大暖通平台整合了“空调、采暖、新风、热水、净水、楼宇科技”等产业，以多能源、多热源、全场景集成解决方案，有助于满足更多客户群体的需求，强化竞争力。另一方面，冷热原理互通，多产业的整合本身也有利于内部整合资源，避免研发、管理、销售、人力上的浪费，尽可能地降本增效，并集中精力重点投放至强化零部件自制、提升产品研发能力等对暖通而言至关重要的事上。

三、复盘历史：变革成就海尔智家

自 1984 年创业以来，海尔依次经历了名牌、多元化、国际化、网络化、生态品牌六个战略阶段，在这每个阶段中，公司都经历了不同的变革，从一个资不抵债、濒临倒闭的集体所有制小厂发展成长为引领全球的物联网生态型企业。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 64：海尔智家持续变革，与时代主题同频共振



注：左轴为营业收入，右轴为营业利润；CAGR 和图所标注的时间段相匹配

数据来源：海尔智家官网、广发证券发展研究中心

（一）名牌战略阶段（1984—1991 年）：“砸冰箱”的变革树立了海尔的质量底线和品牌心智

此阶段的变革源自于砸冰箱事件：树立了质量底线和品牌心智。1984 年青岛电冰箱总厂年营收 348 万元，亏损 147 万元。1985 年，时任厂长的张瑞敏面对冰箱的质量问题投诉信，当即砸毁 76 台瑕疵冰箱，从此树立了“有缺陷的产品就是废品”的观念。在重视质量和品牌的影响之下，公司在当年年底成功扭亏为盈。1988 年，海尔获得中国冰箱行业第一枚质量金牌，完成从濒临倒闭到行业名牌的跨越。

图 65： 砸毁 76 台冰箱



数据来源：海尔智家官网、广发证券发展研究中心

图 66：海尔获中国冰箱行业首枚质量金牌



数据来源：青岛早报、广发证券发展研究中心

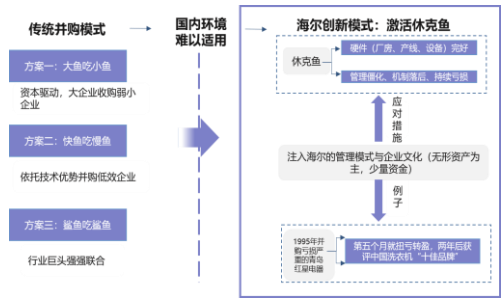
（二）多元化战略阶段（1991—1998 年）：对被并购企业的变革促使海尔成长为中国家电第一品牌

此阶段变革的核心是“休克鱼”并购思路——对硬件条件好但管理僵化的企业，通过注入海尔的管理模式与企业文化，使其复苏。在深化改革、扩大开放政策指引下，海尔提出激活“休克鱼”的并购思路。例如，1995 年 7 月，并购亏损严重的青岛红星电器，第五个月就扭亏转盈。1997 年 3 月，海尔盘活广东顺德的爱德洗衣机厂。截至 1997 年，集团总资产从数千万元增长 39 亿元，成长为中国第一个特大型全品类家电企业和中国家电第一

下载日志已记录，仅供内部参考

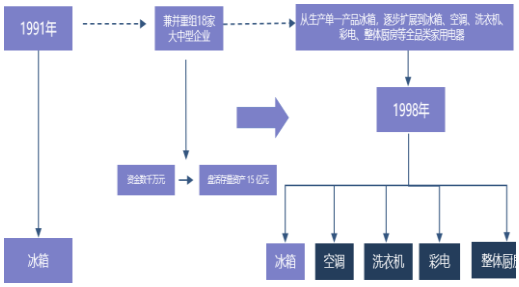
品牌。

图 67：海尔“休克鱼”并购思路



数据来源：海尔智家官网、广发证券发展研究中心

图 68：1991–1998 年海尔家电品类扩张路径

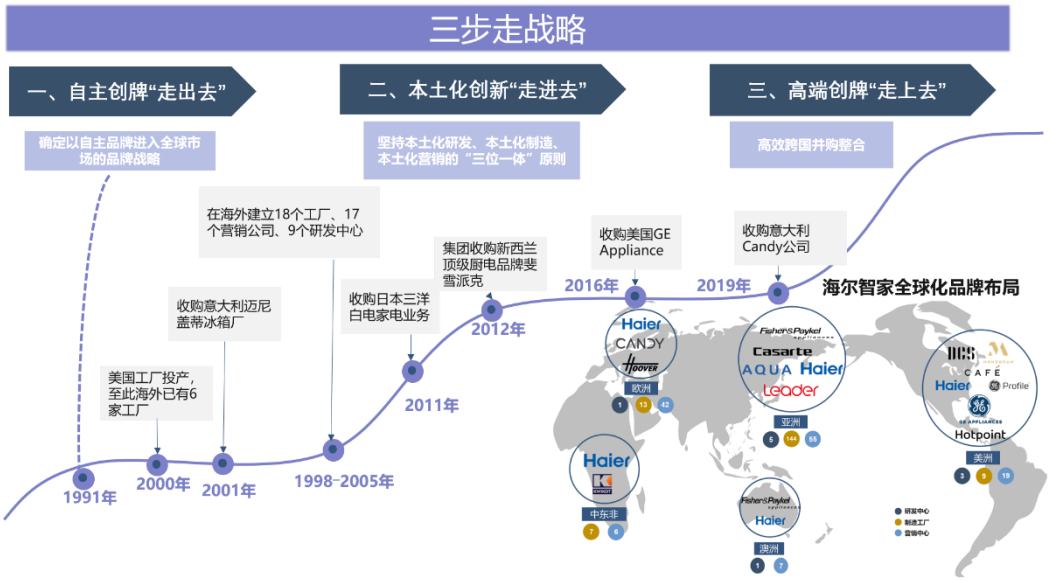


数据来源：海尔智家官网、广发证券发展研究中心

（三）国际化战略阶段（1998—2005 年）：市场化、全球化变革，创造世界级中国品牌

此阶段变革确定了“三步走”战略，以及管理上进行了市场化变革，海尔在多个海外市场取得领先地位。1991 年海尔确立以自主品牌进入全球市场的品牌战略，实行本土化经营，进一步，提出“三步走战略”；管理上，1998 年将直线职能式管理模式改为直接面对市场的模式。2005 年，公司总营收达 165 亿元。

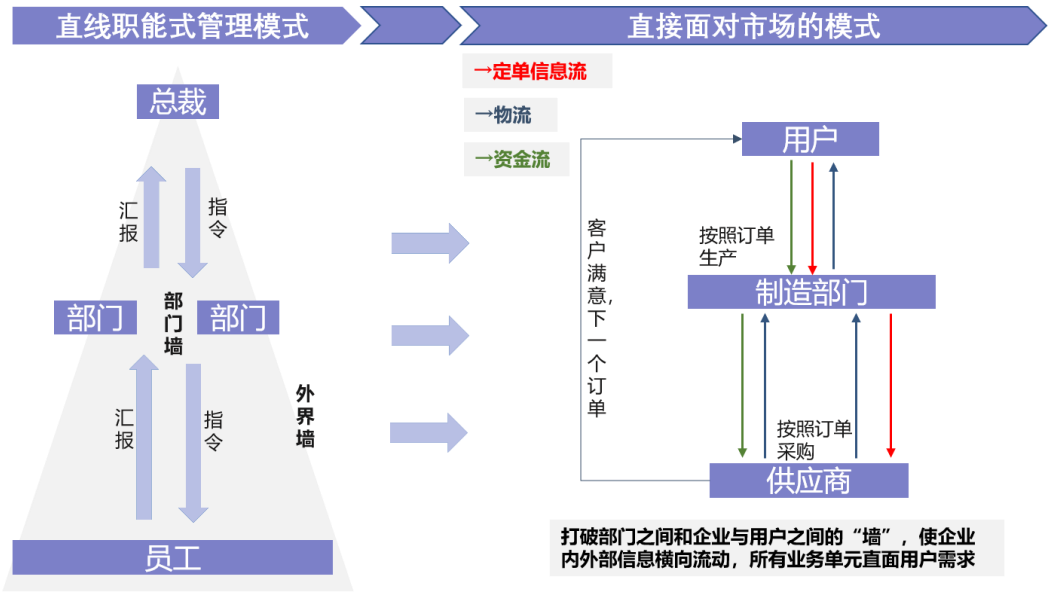
图 69：海尔实施自主创牌三步走战略，构建覆盖全球的品牌矩阵



数据来源：海尔智家官网、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 70：从直线职能式到直接面对市场的管理模式

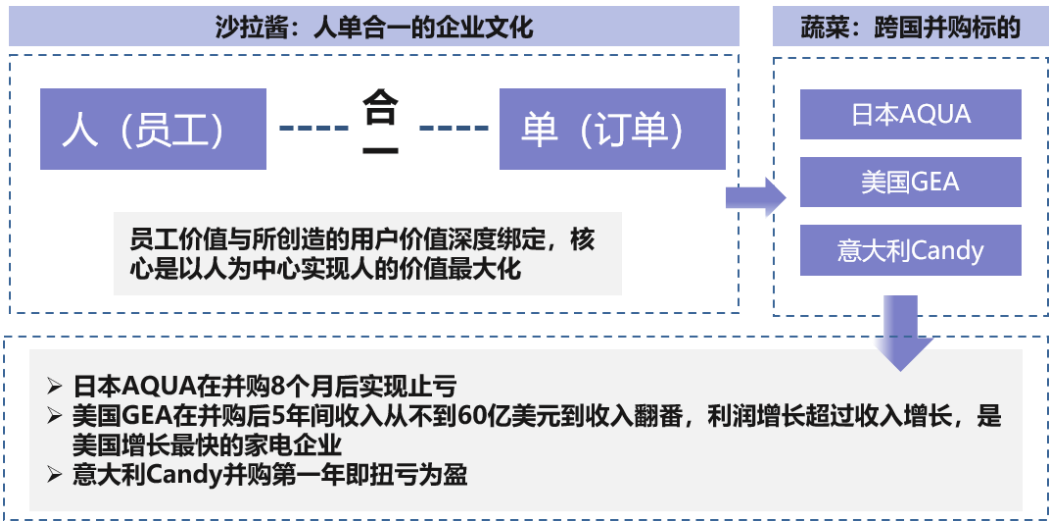


数据来源：海尔智家官网、广发证券发展研究中心

（四）全球化战略阶段（2005—2012 年）：人单合一的管理理念变革，创造全球最大家电品牌集群

该阶段变革核心是人单合一模式：创建全球最大家电品牌集群。面对全球用户的差异化需求，海尔以“三位一体”为原则；面对海外市场本土强势品牌的挑战，海尔 2005 年提出人单合一模式，在此基础上创造了“沙拉式”文化，以统一的人单合一赋能不同的并购标的，实现海外市场的快速融合和高效增长。公司海外市场营收从 2002 年的 14 亿增长为 2012 年的 83 亿，2002-2012 年外销营收 CAGR 达 19%，在之后的 5 年间外销营收占比跃升，2017 年超过 40%。

图 71：海尔“沙拉式”文化：人单合一理论赋能并购标的



数据来源：海尔智家官网、广发证券发展研究中心

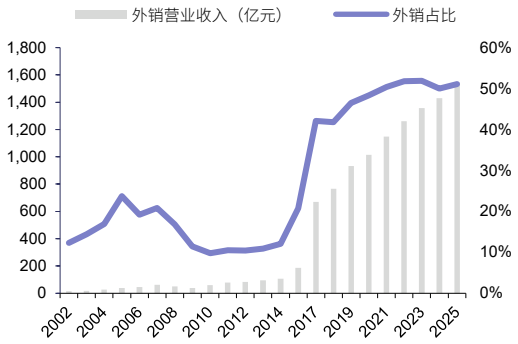
下载日志已记录，仅供内部参考

图 72：海尔并购加速全球布局

公司	时间	海外布局
海尔智家	1996年	海外第一家合资冰箱厂在印尼建立
	2000年	美国工厂投产，至此海外已有6家工厂
	2001年	收购意大利迈尼盖蒂冰箱厂
	2005年	在尼日利亚建厂
	2007年	收购日本三洋在泰国的冰箱生产业务
	2011年	收购日本三洋白电家电业务
	2012年	收购新西兰顶级厨电品牌斐雪派克
	2013年	与西班牙法格合资建立波兰冰箱工厂
	2015年	收购海尔集团所有海外白电业务
	2016年	收购美国通用电气旗下家电业务，持股墨西哥MABE
	2017年	收购全球最大的平板集热器生产企业奥地利GoT公司51%的股权
	2018年	收购意大利Candy公司
	2024年	收购美国开利集团旗下商用制冷业务
	2024年	完成收购伊莱克斯南非热水器业务

数据来源：海尔智家官网、iFind、广发证券发展研究中心

图 73：海尔智家海外营收占比变化

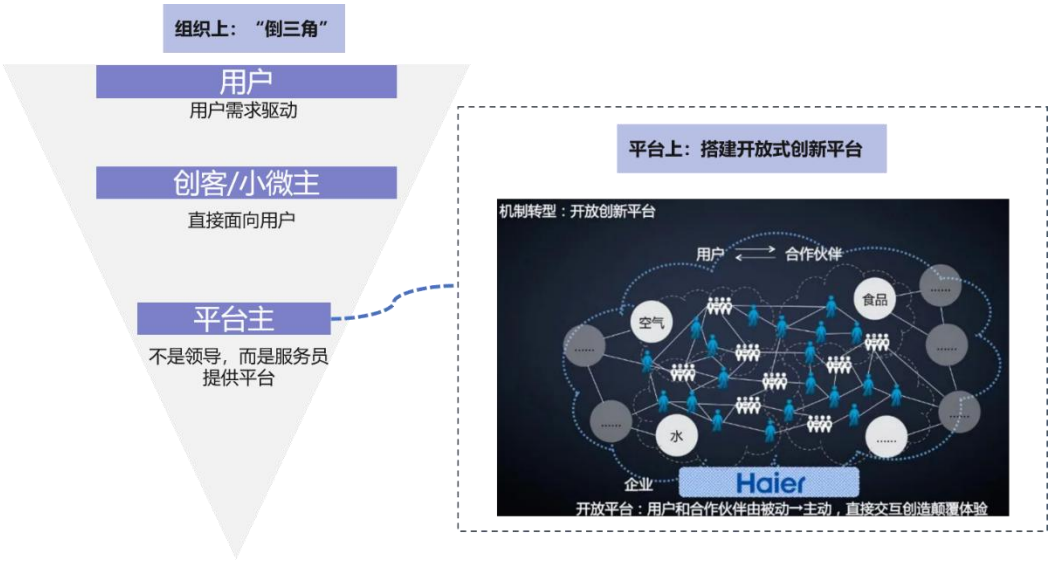


数据来源：海尔智家年报、广发证券发展研究中心

（五）网络化战略阶段（2012—2019 年）：平台化变革，从产品制造商向创客孵化平台转型

该阶段变革的关键：搭建开放式创新平台，从产品制造商向创客孵化平台转型。面对互联网时代"生产-库存-销售"流水线模式失效的挑战，海尔搭建开放式创新平台，实现创新需求与能力供给的有效衔接；同时，将传统科层制管理模式转变为“倒三角”的组织结构，让员工在为用户创造价值的过程中实现自身价值。

图 74：海尔网络化战略变革：倒三角”的组织结构



数据来源：海尔智家官网、广发证券发展研究中心

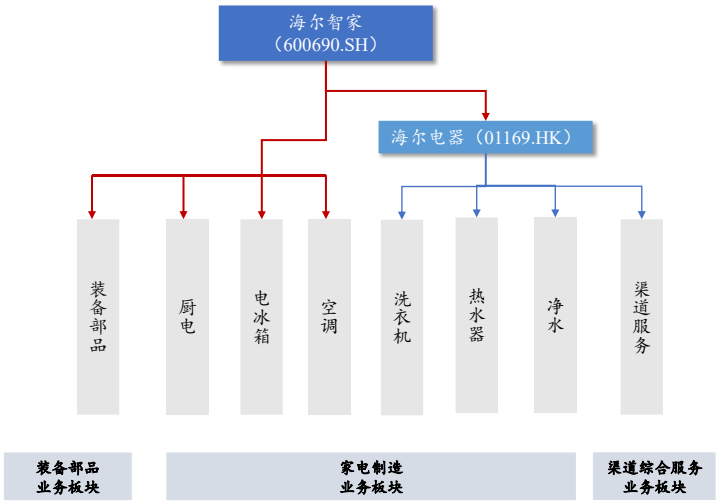
（六）生态品牌战略阶段（2019 年至今）：上市主体整合，打造引领全球的物联网生态品牌

海尔在该阶段的变革主要是通过整合 AH 上市主体，确保海尔智家内部利益统一，从而降本增效，并顺利实现了向引领全球的物联网生态品牌的转型。2020 年之前，海尔智家（A 股）和海尔电器（H 股）是两个独立运营的法人主体，业务重合但各有侧重，结果是：跨主体之间的品类分隔提高了集团内部的协同难度，阻碍公司向智慧家庭场景解决方案的转型；海尔电器偏渠道、海尔智家偏制造，双方利益诉求的差异导致了较高的渠道

下载日志已记录，仅供内部参考

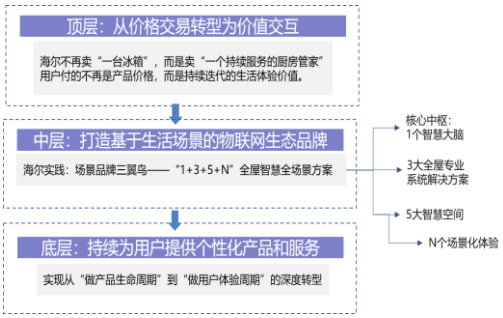
成本各自独立的团队、不同步的激励政策也影响了内部利益分配的公平和效率。2020 年通过私有化 H 股海尔电器，海尔智家成为了海尔集团内部完全覆盖家电业务的核心，拥有了清晰的组织和业务架构。双方整合后海尔智家的盈利能力明显得到了优化。公司也顺利完成智慧家庭场景解决方案转型，在全球的品牌份额持续提升。

图 75：海尔电器和海尔智家都是独立运营的法人主体，业务重合但各有侧重，不利于协同（2019 年）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 76：海尔物联网生态架构图



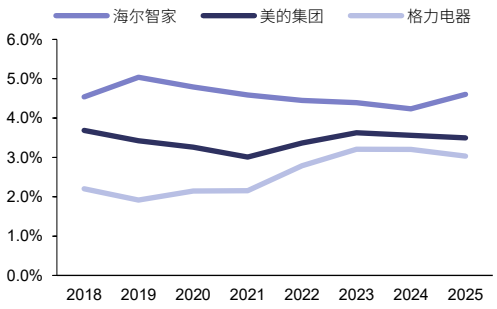
数据来源：海尔智家官网、广发证券发展研究中心

图 77：三翼鸟“场景生态”为用户提供个性化服务



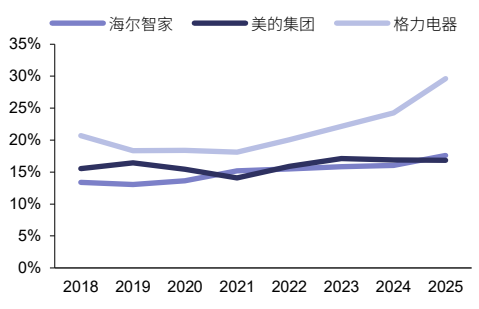
数据来源：武汉智博会、广发证券发展研究中心

图 78：整合后海尔智家的管理费用率显著下降



数据来源：Wind、iFind、广发证券发展研究中心

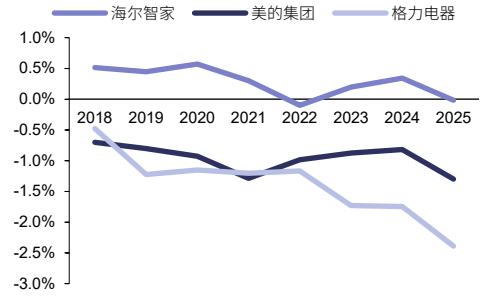
图 79：整合后海尔智家毛销差提升，接近美的水平



数据来源：Wind、iFind、广发证券发展研究中心

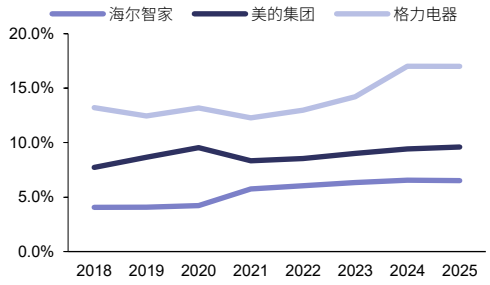
下载日志已记录，仅供内部参考

图 80：整合后海尔智家的财务费用率下降



数据来源：Wind、iFind、广发证券发展研究中心

图 81：整合后海尔智家的归母净利率提升



数据来源：Wind、iFind、广发证券发展研究中心

综上，因时而变、因势而变，变革成就海尔智家。时代从不缺挑战与机遇，重要的是在面临挑战的过程中持续突破、持续变革，勇敢地抓住机遇。我们相信 25 年以来的数字化变革、大暖通产业的整合以及大白电产业的成立等各项变革将进一步优化海尔的综合竞争力，驱动其在智慧家庭基本盘盈利提升、份额拓展的同时，在暖通空调领域绘出较快成长的第二曲线，并能力复用至其他新兴领域，打开更广阔的成长空间。

四、盈利预测和投资建议

（一）关键假设

（1）**电冰箱：**考虑 2026 年国补退坡影响+公司线下份额有所压制，外销角度北美 26 年家电行业弱需求，因此预计 26 年收入增速较 25 年有所放缓；毛利率角度，受塑料成本上升影响，26 年毛利率较 25 年小幅下降。随着后续国补退坡影响减弱、公司通过大白电变革持续降本增效并提升份额，以及海外需求的逐渐改善，预计 27-28 年电冰箱收入增速提速；毛利率方面，通过海外高端化+原材料价格下降，公司电冰箱毛利率逐渐回升。对应假设公司电冰箱收入 26-28 年分别为 848、868、892 亿元，毛利率分别为 29.8%、30.2%、30.2%。

（2）**洗衣机：**公司以冰洗业务见长，洗衣机假设逻辑同电冰箱业务。对应假设公司洗衣机收入 26-28 年分别为 659、677、696 亿元，毛利率分别为 30.6%、30.9%、30.9%。

（3）**空调**：相较于份额较高的冰洗业务，海尔在空调领域市占率低但能力快速提升，有望成为第二成长曲线，其收入增速总体快于冰洗。但 26 年同样受国补退坡影响，增速放缓。毛利率角度，考虑到铜价持续上涨影响+份额提升可能难以避免行业性的价格竞争，因此毛利率恢复至 2025 年的速度较冰洗更慢。对应假设公司空调收入 26-28 年分别为 547、573、594 亿元，毛利率分别为 21.8%、22.2%、22.4%。

（4）**厨电：**大白电协同有望强化厨电竞争力，预计厨电收入增速总体和冰洗保持一致，产品结构升级驱动毛利率改善。对应假设公司厨电收入 26-28 年分别为 416、426、436 亿元，毛利率分别为 28.6%、28.8%、28.8%。

（5）**水家电**：大暖通整合后效率及份额提升，产品结构优化、降本增效驱动毛利率改善。对应假设公司水家电收入 26-28 年分别为 183、193、202 亿元，毛利率分别为 40.7%、41.0%、41.0%。

下载日志已记录，仅供内部参考

（6）装备部品及渠道综合服务：统仓 To C 转型驱动规模增长，总体和公司收入增速保持一致，毛利率保持稳定。对应假设公司该项业务收入 26-28 年分别为 397、409、421 亿元，毛利率分别为 9.3%、9.3%、9.3%。

表 2：海尔智家收入拆分（百万元）

	2025	2026E	2027E	2028E
电冰箱				
收入	84,165	84,773	86,847	89,216
增长率	1.1%	0.7%	2.4%	2.7%
成本	58,789	59,510	60,619	62,273
毛利	25,376	25,262	26,228	26,943
毛利率(%)	30.2%	29.8%	30.2%	30.2%
洗衣机				
收入	64,985	65,937	67,742	69,597
增长率	3.1%	1.5%	2.7%	2.7%
成本	44,905	45,761	46,810	48,091
毛利	20,080	20,177	20,932	21,505
毛利率(%)	30.9%	30.6%	30.9%	30.9%
空调				
收入	53,742	54,698	57,254	59,423
增长率	9.6%	1.8%	4.7%	3.8%
成本	41,682	42,774	44,544	46,112
毛利	12,060	11,924	12,710	13,311
毛利率(%)	22.4%	21.8%	22.2%	22.4%
厨电				
收入	41,323	41,619	42,553	43,573
增长率	0.5%	0.7%	2.2%	2.4%
成本	29,517	29,728	30,310	31,037
毛利	11,806	11,891	12,242	12,536
毛利率(%)	28.6%	28.6%	28.8%	28.8%
水家电				
收入	17,474	18,348	19,266	20,229
增长率	10.9%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	10,366	10,884	11,367	11,935
毛利	7109	7464	7899	8294
毛利率(%)	40.7%	40.7%	41.0%	41.0%
装备部品及渠道综合服务				
收入	38,893	39,670	40,861	42,086
增长率	20.1%	2.0%	3.0%	3.0%
成本	35,260	35,965	37,044	38,156
毛利	3,633	3,705	3,816	3,931
毛利率(%)	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
		合计		
收入	302,347	306,810	316,287	325,889
增长率	5.7%	1.5%	3.1%	3.0%
成本	221,739	227069	233140	238827
毛利	80,608	79,742	83,147	87,062
毛利率	26.7%	26.0%	26.3%	26.7%

数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

（二）投资建议

公司是全球大家电行业的领导者和全球智慧家庭解决方案的引领者，虽然短期盈利有所承压，但经过一系列变革以后，我们认为公司智慧家庭业务盈利能力有望改善，暖通业务发展有望提速，预计 2026-28 年归母净利润同比-3%、+7%、+8%。

估值方面，可比公司参考美的集团（000333.SZ）、格力电器（000651.SZ）。（1）美的集团：覆盖智能家居、工业技术、智能建筑科技、机器人与自动化、能源、健康医疗、智慧物流等业务的全球化科技集团，我国综合家电龙头，公司业绩长期稳健且分红率高，因此估值较高。（2）格力电器：我国知名空调龙头，业绩增速放缓，但估值低、高分红。

下载日志已记录，仅供内部参考

综上，我们给予公司 2026 年 PE 12 倍，对应合理价值为 24.51 元人民币/股，考虑 A/H 溢价，对应 H 股合理价值为 24.01 港元/股，给予 A 股、H 股“买入”评级。

表 3：可比估值表（时间：2026/9/11）

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	净利润（百万元）			PE 估值水平		
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
美的集团	000333.SZ	白色家电	6,581	439	467	505	15.0	14.1	13.0
格力电器	000651.SZ	白色家电	2,170	290	291	305	7.5	7.4	7.1
行业平均							**11.2**	**10.8**	**10.1**

注：盈利预测为广发证券最新预测

数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

五、风险提示

（一）国际政治经济形势波动风险

国际政治经济形势的波动会从需求端和成本端影响公司收入和盈利表现。例如北美关税政策的波动，以及美伊战争的影响，都对公司海外业务的收入和盈利情况有着重要的影响。如果关税政策继续升级，而公司无法迅速转移产能、优化供应链管理能力，将对其北美业务的收入和盈利能力产生较为明显的影响。

（二）汇率波动及原材料价格上涨风险

公司外销收入占比较高，虽然公司有一定的套保策略，但人民币如果持续升值仍可能增加自身汇兑损失，从而影响盈利表现。铜、铝、塑料等均为白电的核心原材料，此类大宗原材料成本的持续上涨，将会对企业产生较大的盈利压力，因当前弱形势下企业较难以向下游完全且及时顺价。

（三）下游需求不及预期风险

下游需求不及预期将影响公司收入表现，并限制公司持续向下游顺价，从而影响公司盈利表现。

（四）变革成效不及预期风险

无论是人事上的变动（例如海外平台换帅等）还是大白电、大暖通等产业的整合，公司本轮的变革还处于早期阶段，变革的成效还有待观察，因此需要我们长期的跟踪。客观上公司存在变革成效不及预期的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

资产负债表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	**152,114**	**152,833**	**163,895**	**176,146**	**190,146**
货币资金	55,598	47,622	49,645	60,367	71,647
应收及预付	42,051	37,402	37,691	38,843	40,005
存货	43,190	46,849	49,236	49,258	50,459
其他	11,276	20,961	27,322	27,678	28,035
非流动资产总额	**138,622**	**142,962**	**141,961**	**140,893**	**138,646**
长期股权投资	20,932	21,757	21,757	21,757	21,757
固定资产	37,613	40,353	39,760	38,817	36,593
在建工程	5,686	4,885	5,385	5,685	5,885
使用权资产	5,842	6,024	4,917	4,282	3,837
无形资产	14,043	14,225	14,425	14,635	14,855
其他	54,506	55,717	55,717	55,717	55,717
资产总额	**290,736**	**295,795**	**305,856**	**317,039**	**328,791**
流动负债总额	**149,755**	**142,346**	**143,912**	**146,300**	**148,556**
短期借款	13,784	17,421	17,000	17,000	17,000
应付及预收	86,751	85,950	87,937	90,324	92,581
其他	49,220	38,976	38,976	38,976	38,976
非流动负债总额	**22,180**	**27,472**	**27,472**	**27,472**	**27,472**
长期借款	9,665	11,166	11,166	11,166	11,166
应付债券	0	3,500	3,500	3,500	3,500
其他	12,515	12,806	12,806	12,806	12,806
负债总额	**171,935**	**169,818**	**171,384**	**173,771**	**176,028**
股本	9,383	9,378	9,303	9,303	9,303
其他	102,396	109,321	117,302	125,467	134,281
归母权益合计	111,779	118,698	126,605	134,770	143,584
少数股东权益	7,023	7,279	7,866	8,498	9,179
负债和股东权益	**290,736**	**295,795**	**305,856**	**317,039**	**328,791**

利润表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**286,015**	**302,347**	**306,810**	**316,287**	**325,889**
营业成本	206,439	221,739	227,069	233,140	238,827
营业税金及附加	1,278	1,330	1,349	1,391	1,433
销售费用	33,609	33,878	34,363	35,582	36,825
管理费用	12,135	13,762	12,733	13,126	13,687
研发费用	10,770	10,096	10,247	10,754	11,080
财务费用	972	-51	1,088	-21	-241
资产信用减值损失	-1,578	-1,340	-1,132	-1,133	-1,161
公允价值变动收益	47	92	0	0	0
投资收益	1,916	1,530	1,552	1,600	1,649
营业利润	**22,902**	**23,725**	**23,113**	**24,807**	**26,762**
营业外收支	-179	-247	-247	-247	-247
利润总额	22,723	23,479	22,866	24,560	26,515
所得税费用	3,157	3,316	3,275	3,517	3,797
合并净利润	**19,566**	**20,163**	**19,591**	**21,043**	**22,718**
少数股东损益	834	610	588	631	682
归母净利润	**18,731**	**19,553**	**19,003**	**20,411**	**22,036**
EPS（元/股）	2.00	2.09	2.04	2.19	2.37

现金流量表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**26,543**	**26,003**	**27,485**	**30,901**	**31,366**
合并净利润	19,566	20,163	19,591	21,043	22,718
折旧摊销	8,081	8,750	9,031	9,176	9,336
营运资金变动	-2,532	-5,550	-1,833	39	-1,309
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	**-20,074**	**-17,075**	**-11,504**	**-6,853**	**-5,785**
资本性开支	-10,029	-8,733	-8,045	-8,122	-7,103
投资	-6,401	-9,109	-6,035	0	0
其他	-3,644	766	2,575	1,269	1,318
融资活动现金流净额	**-7,914**	**-17,671**	**-12,603**	**-13,326**	**-14,301**
股本融资	269	65	0	0	0
债权融资	4,080	-1,981	-421	0	0
股利分配与偿付利息	-9,982	-13,873	-12,107	-13,326	-14,301
其他	-2,281	-1,881	-75	0	0
现金净增加额	**-1,702**	**-8,727**	**3,378**	**10,722**	**11,280**
期初现金余额	**56,683**	**54,995**	**46,268**	**49,645**	**60,367**
期末现金余额	**54,981**	**46,268**	**49,645**	**60,367**	**71,647**

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	4.3%	5.7%	1.5%	3.1%	3.0%
营业利润增长率	12.4%	3.6%	-2.6%	7.3%	7.9%
归母净利增长率	12.9%	4.4%	-2.8%	7.4%	8.0%
获利能力					
毛利率	27.8%	26.7%	26.0%	26.3%	26.7%
净利率	6.8%	6.7%	6.4%	6.7%	7.0%
ROE	16.8%	16.5%	15.0%	15.1%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	59.1%	57.4%	56.0%	54.8%	53.5%
有息负债率	8.1%	10.8%	10.4%	10.0%	9.6%
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
利息保障倍数	8.6	8.7	21.9	22.6	24.2
营运能力					
应收账款周转率	11.6	11.3	11.3	11.3	11.3
存货周转率	4.8	4.7	4.6	4.7	4.7
应付账款周转率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
每股指标					
每股收益	2.00	2.09	2.04	2.19	2.37
每股净资产	11.91	12.66	13.61	14.49	15.43
每股经营现金流	2.83	2.77	2.95	3.32	3.37
估值比率					
PE	14.3	12.5	10.3	9.6	8.9
PB	2.4	2.1	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.4	7.1	5.4	5.0	4.4

下载日志已记录，仅供内部参考

广发家电行业研究小组

曾　婵 ：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

张云添 ：联席首席分析师，帝国理工学院硕士，2026 年进入广发证券发展研究中心。

文　煊 ：资深分析师，南洋理工大学金融硕士，2026 年进入广发证券发展研究中心。

芦家宁 ：资深分析师，香港中文大学（深圳）硕士，2026 年进入广发证券发展研究中心。

韩朗讯 ：高级研究员，中国科学技术大学硕士，2026 年进入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



曾婵

SAC 执证号：S0260517050002
SFC CE No. BNV293
zengchan@gf.com.cn



张云添

SAC 执证号：S0260526010004
zhangyuntian@gf.com.cn



芦家宁

SAC 执证号：S0260526020004
lujianing@gf.com.cn

请注意，张云添,芦家宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址		邮政编码	客服邮箱
广州市：	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市：	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市：	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市：	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港：	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人

面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策

映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券

了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们

在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。



下载日志已记录，仅供内部参考

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。