

全球暖通空调更进一步，业务多元化加快

2025 年 3 月 2 日

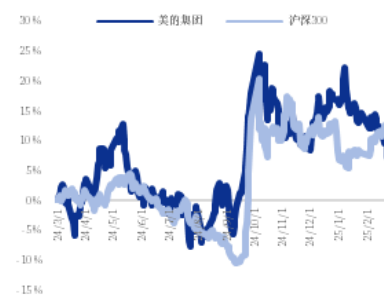
核心观点

- **事件：**近日美的集团公众号称，美的集团宣布与在瑞士证券交易所上市的欧洲知名建筑设备供应商 ARBONIA AG (ARBN.SW) 签署相关交割文件，成功完成对其旗下的气候部门 ARBONIA climate 的收购交割。
- **美的集团未来的发展前景在全球家电、暖通空调、工业技术领域。**美的近些年通过小规模并购整合，通过收购了德国库卡机器人、以色列高创以及日本东芝家电等多个业务实现小步快跑，补足全球业务短板。早在 2016 年就完成了对意大利知名的暖通空调设备供应商 Clivet 的收购。2024 年 4 月 18 日，美的宣布将收购瑞士 Arbonia 旗下气候部门 ARBONIA climate，价值 7.6 亿欧元（约 58.8 亿人民币）。ARBONIA climate 主营 HVAC，产品包括家/商用通风设备、风机盘管等，2023 年居欧洲散热器第二、风机盘管首位。如今，美的、ARBONIA climate、以及 Clivet 将在欧洲形成一个新联盟——MBT Climate，通过整合三方的优势资源和产品组合，公司将能为欧洲用户提供更完善和更高效的产品解决方案及服务。
- **公司正由家电龙头逐步成长为全球暖通空调龙头。**暖通空调主要业务包括家用空调、中央空调、热泵，近些年全球市场机会凸出，包括欧洲热泵替代燃气锅炉导致市场重新整合的机会；工业回美国导致的商用中央空调需求增长；新兴市场国家家用空调渗透率快速提升；中国家用空调市场竞争格局改善，行业性盈利能力提升。全球暖通龙头大金工业、开利环境、特灵科技等是美的集团的竞争对手。过去几年，针对市场机会，全球暖通龙头频繁整合，包括开利收购欧洲暖通菲斯曼、博世集团收购江森自控全球家用和轻型商用暖通空调业务等。
- **美的商用暖通业务快速发展：**1) 美的积极拓展中央空调细分市场，数据中心精密中央空调等业务快速增长。2) 欧洲市场，虽然 2023-2024 年欧洲补贴退出导致热泵市场去库存，对美的热泵出口有负面影响。但是欧洲热泵的趋势不变。通过并购 ARBONIA climate，结合之前收购的意大利 Clivet，美的在欧洲地区有当地品牌的中央空调、热泵产品，且有本地化的销售服务团队，加上美的领先的暖通空调供应链，预期能够在欧洲暖通空调市场获得更好的发展。3) 2024 年 11 月，公司公布收购东芝电梯中国业务，暖通空调+电梯的协同性值得期待。4) 从行业看，产业在线数据，中国中央空调出口连续多年高增长，2021-2024 年 CAGR +27.7%；热泵出口，持续一年的去库存导致大幅下滑，但 4Q2024 压力明显缓解，热泵出口同比+10.8%，边际回暖。
- **家用空调市场全球化布局加快：**1) 美的在积极推动供应链全球化、海外 OBM 发展。虽然美国关税政策变动频繁，但是美的集团已经具备供应链全球化能力，可以灵活应对。对于发达地区，美的采取并购当地品牌的方式，如 2024 年美的宣布并购西班牙家电品牌 Teka。2) 中国市场，受益于国家消费刺激政策，家电整体受益。2025 年，个人可销售空调补贴限量从 1 台，提升到 3 台。美的在中国市场致力于提升品牌溢价，提升盈利能力。同时面对小米、奥克斯等性价比品牌的威胁，美的以华凌品牌进行制约。目前市场处较好阶段。根据产业在线，2-5 月空调内销排产量较去年出货实绩增长 14.6%。3) 中国暖通空调市场当前的压力主要来自于中央空调，受地产后周期以及工业 Capex 投资下降，产业在线数据显示中国中央空调销售额同比-3.8%，特别是家装中央

美的集团（股票代码：000333）**推荐 维持****分析师****何伟****☎：021-2025-7811****✉：hewei_yj@chinastock.com.cn****分析师登记编码：S0130525010001****杨策****☎：010-80927615****✉：yangce_yj@chinastock.com.cn****分析师登记编码：S0130520050005****市场数据**

2025-2-28

股票代码	000333.SZ
A 股收盘价(元)	73.05
上证指数	3,320.90
总股本(万股)	765,830
实际流通 A 股(万股)	754,380
流通 A 股市值(亿元)	5,035.30

相对沪深 300 表现图

资料来源：ifind，中国银河证券研究院

空调下滑更大。美的主要通过细分市场扩张，以及在家装中央空调中性价比带动的份额提升优于市场。

- **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 386.52/434.12/489.03 亿元，EPS 分别为 5.05/5.67/6.39 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**海外需求不足的风险、产品销量不及预期的风险、国际贸易环境不确定性的风险、汇率波动的风险。

主要财务指标预测	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	373709.80	410435.36	441309.37	474883.13
收入增长率%	8.10	9.83	7.52	7.61
归母净利润(百万元)	33719.94	38651.95	43412.16	48902.94
利润增速%	14.10	14.63	12.32	12.65
摊薄 EPS(元)	4.40	5.05	5.67	6.39
PE	16.46	14.36	12.79	11.35

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、公司经营发展情况

美的集团未来的发展前景在全球家电、暖通空调、工业技术领域。美的近些年通过小规模并购整合，通过收购了德国库卡机器人、以色列高创以及日本东芝家电等多个业务实现小步快跑，补足全球业务短板。早在 2016 年就完成了对意大利知名的暖通空调设备供应商 Clivet 的收购。近日公司收购瑞士 Arbonia 旗下气候部门 ARBONIA climate。ARBONIA climate 主营 HVAC，产品包括家/商用通风设备、风机盘管等，2023 年居欧洲散热器第二、风机盘管首位。如今，美的、ARBONIA climate、以及 Clivet 将在欧洲形成一个新联盟——MBT Climate，通过整合三方的优势资源和产品组合，公司将能为欧洲用户提供更完善和更高效的产品解决方案及服务。

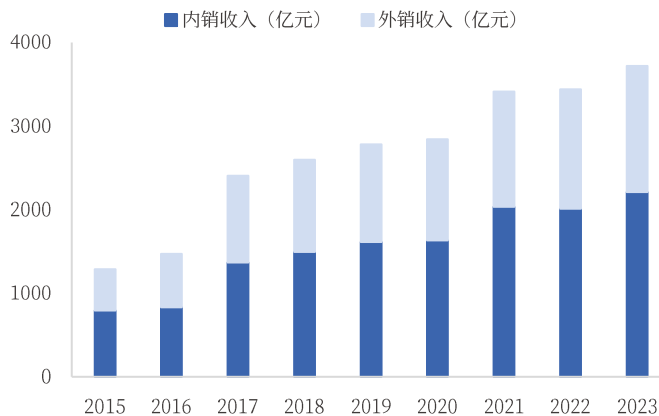
美的商用暖通业务快速发展：1) 美的积极拓展中央空调细分市场，数据中心精密中央空调等业务快速增长。2) 欧洲市场，虽然 2023-2024 年欧洲补贴退出导致热泵市场去库存，对美的热泵出口有负面影响。但是欧洲热泵的趋势不变。通过并购 ARBONIA climate，结合之前收购的意大利 Clivet，美的在欧洲地区有当地品牌的中央空调、热泵产品，且有本地化的销售服务团队，加上美的领先的暖通空调供应链，预期能够在欧洲暖通空调市场获得更好的发展。3) 2024 年 11 月，公司公告收购东芝电梯中国业务，暖通空调+电梯的协同性值得期待。4) 从行业看，产业在线数据，中国中央空调出口连续多年高增长，2021-2024 年 CAGR +27.7%；热泵出口，持续一年的去库存导致大幅下滑，但 4Q2024 压力明显缓解，热泵出口同比+10.8%，边际回暖。

公司正由家电龙头逐步成长为全球暖通空调龙头。暖通空调主要业务包括家用空调、中央空调、热泵，近些年全球市场机会凸出，包括欧洲热泵替代燃气锅炉导致市场重新整合的机会；工业回美国导致的商用中央空需求增长；新兴市场国家家用空调渗透率快速提升；中国家用空调市场竞争格局改善，行业性盈利能力提升。全球暖通龙头大金工业、开利环境、特灵科技等是美的集团的竞争对手。过去几年，针对市场机会，全球暖通龙头频繁整合，包括开利收购欧洲暖通菲斯曼、博世集团收购江森自控全球家用和轻型商用暖通空调业务等。

家用空调市场全球化布局加快：1) 美的在积极推动供应链全球化、海外 OBM 发展。虽然美国关税政策变动频繁，但是美的集团已经具备供应链全球化能力，可以灵活应对。对于发达地区，美的采取并购当地品牌的方式，如 2024 年美的宣布并购西班牙家电品牌 Teka。2) 中国市场，受益于国家消费刺激政策，家电整体受益。2025 年，个人可销售空调补贴限量从 1 台，提升到 3 台。美的在中国市场致力于提升品牌溢价，提升盈利能力。同时面对小米、奥克斯等性价比品牌的威胁，美的以华凌品牌进行制约。目前市场处较好阶段。根据产业在线，2-5 月空调内销排产量较去年出货实绩增长 14.6%。3) 中国暖通空调市场当前的压力主要来自于中央空调，受地产后周期以及工业 Capex 投资下降，产业在线数据显示中国中央空调销售额同比-3.8%，特别是家装空调下滑更大。美的主要通过细分市场扩张，以及在家装中央空调中性价比带动的份额提升优于市场。

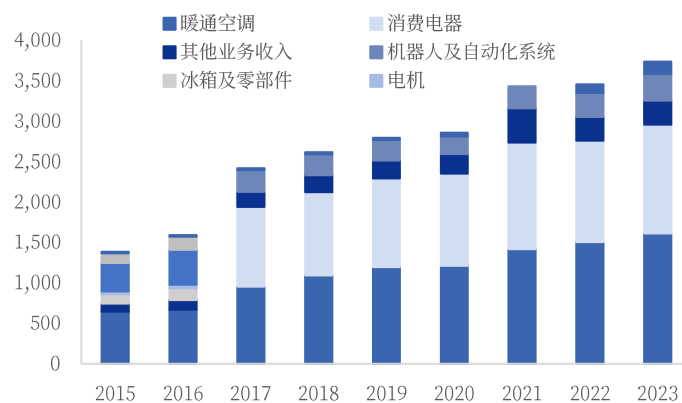
近年来，美的通过细分市场扩张和产品结构升级，进一步巩固了其在家用空调、中央空调等核心业务领域的市场份额，收入增长稳健。公司 2024 年前三季度实现营收 3189.7 亿元，同比增长 9.6%；录得归母净利 317.0 亿元，增加 14.4%；扣非后归母净利润 303.8 亿元，YOY+13.2%，延续稳中向好增长态势。其中 Q3 单季实现营收 1017.0 亿元，同比增长 8.1%，录得归母净利 108.9 亿元，同比增长 14.9%，扣非后归母净利 102.0 亿元，增长 11.0%。分业务来看，公司公众号公布数据显示，前三季度智能家居、新能源及工业技术、智能建筑科技、机器人及自动化分别实现营收 2154、254、224、208 亿元，同比变化分别为+10%、+19%、+6%、-9%。

图1：公司近年来内外销收入稳中向好



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

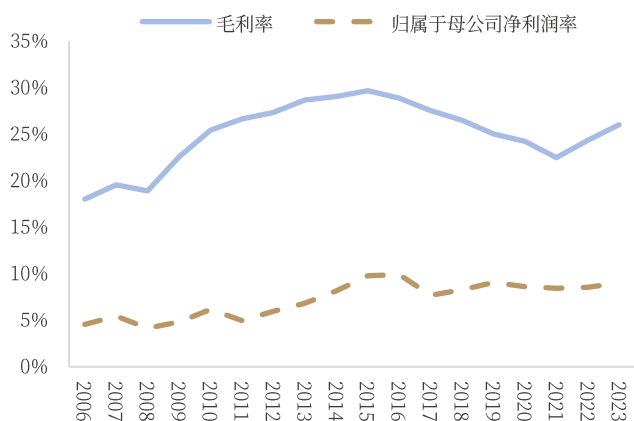
图2：多元化布局效果持续显现



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

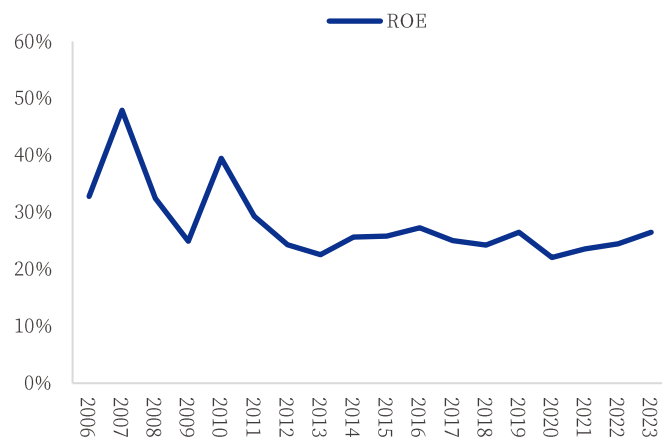
把握市场机遇，优化产品结构，盈利能力优秀。公司前三季度归母净利率为9.94%，比去年同期提高了0.42个百分点。其中第三季度归母净利率进一步提升至10.71%，盈利能力表现优异。一方面，公司积极把握国内以旧换新政策带来的景气回升机遇，推动产品结构优化，拉动毛利率同比回升0.91pct至26.76%；另一方面持续推进降本增效，前三季度公司销售、管理、财务、研发费用率分别为9.77%、3.25%、-0.93%、3.57%，同比分别+0.8/-0.3/+0.1/-2.0pct，除因海外OBM业务投入及国内营销推广导致销售费用小幅抬升外，公司展现了较强的费用管理能力。

图3：业务结构优化叠加成本红利释放提振毛利率，净利率改善



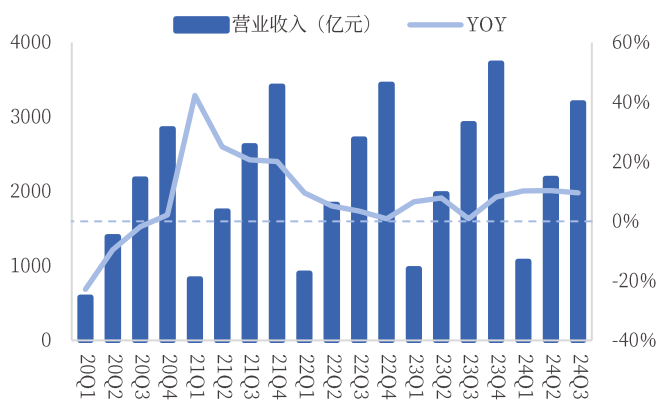
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：近年来盈利能力逐步改善



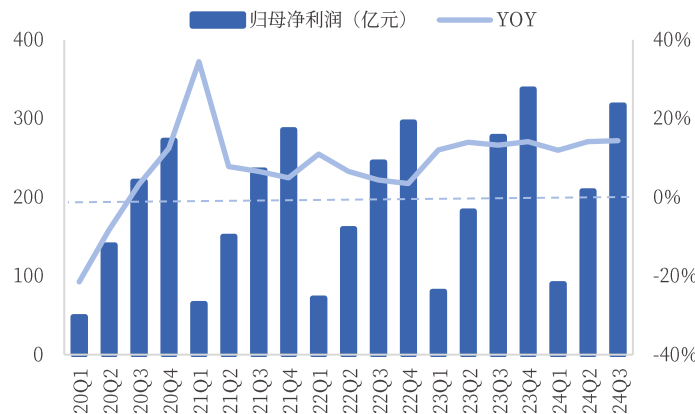
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：以旧换新拉动内销叠加出口高景气，23Q3 起公司收入持续增长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：提质增效带动单季利润释放好于收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

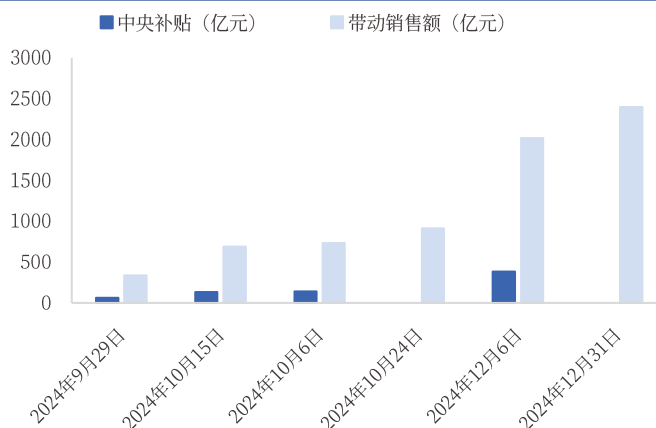
二、暖通空调市场发展情况

1. 国内家电市场：以旧换新补贴中家电受益明显

以旧换新补贴对消费提振明显，2025 年家电内销有望得政策支撑。以旧换新补贴品类中家电最受益。从市场整体来看，2024 年家电社零累计达 10307 亿元，首次突破万亿，同比增长 12.30%，创近十年来最好增速。从政策效果角度来看，以旧换新补贴对家电消费的提振较为显著，8 月补贴落地后，9 至 12 月家电社零合计同比大增 29.95%，对社零总额贡献度由去年同期的 1.75% 提升至 2.38%，强势助推社零增长。根据商务部数据统计，以旧换新 8 大类家电产品实现销售量 6200 多万台，直接拉动消费近 2700 亿元。此外，补贴显著降低中高端家电产品购买门槛，有效推动家电产品换新升级，带动市场结构优化，头部企业充分受益，规模以上企业销售同比增速较市场整体零售增速表现更强。

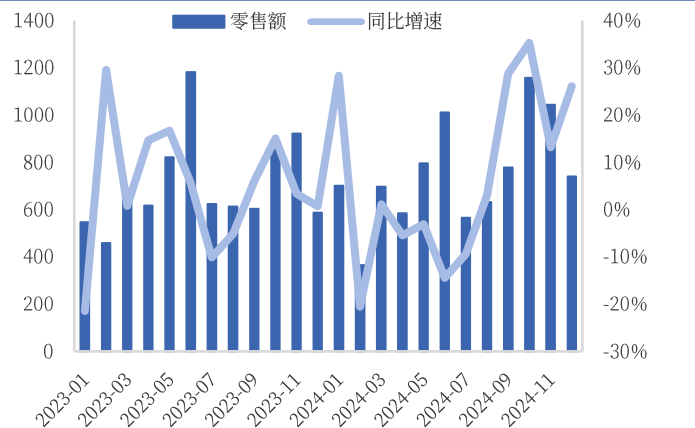
2025 年补贴政策已无缝衔接，家电内销有望得到支撑。根据商务部数据显示，截至 2 月 19 日 24 时，全国汽车报废更新 16.9 万辆，超 397 万名消费者购买 12 大类家电以旧换新产品超 487 万台，超 2671 万名消费者申请手机、平板、智能手表（手环）3 类数码产品购新补贴，电动自行车以旧换新 64.7 万台。

图7：2024 年以旧换新国补对家电销售额的拉动情况



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

图8：家电零售额（亿元）在政策拉动下改善

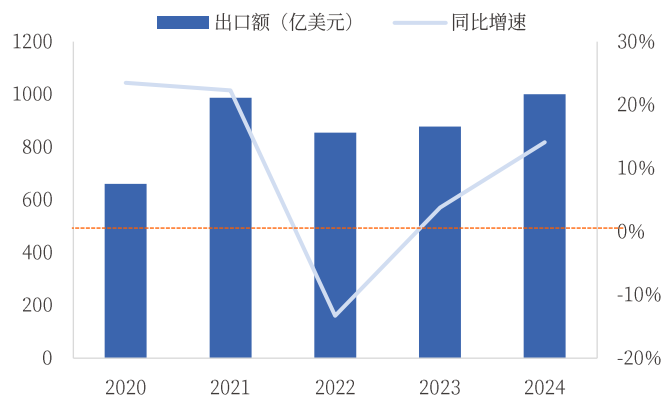


资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

2. 家电出口：新兴市场大家电渗透率提升，我国家电出口景气较高

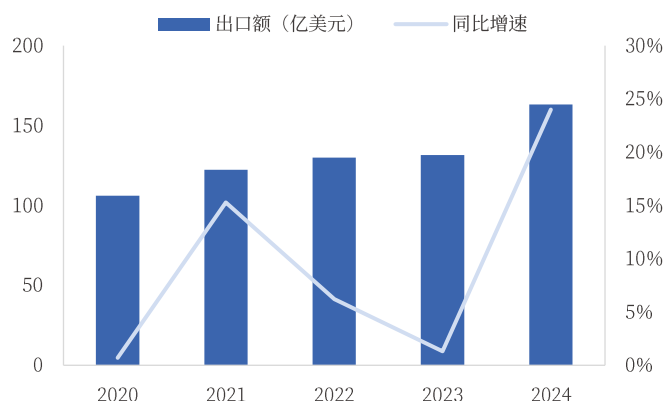
海外需求持续改善，家电出口延续回暖。根据海关总署，2024 年 1-12 月我国家用电器累计出口 44.81 亿台，同比增长 20.8%，增速维持强势；2024 年 1-12 月累计出口金额达 1001.03 亿美元，同比增长 14.1%，出口产品结构仍在优化。受益于新兴市场显著增长以及海外商家提前备货等多重因素驱动，家电出口景气持续提升。

图9：我国家电出口表现较为强劲



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图10：空调出口表现亮眼

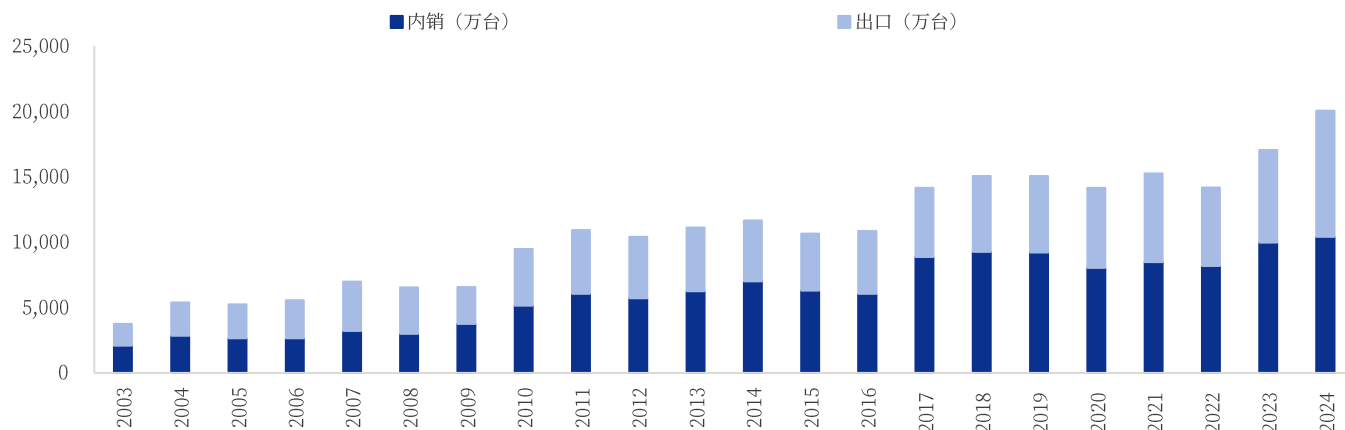


资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

3.家用空调：补贴续力内销增长，外销延续高景气

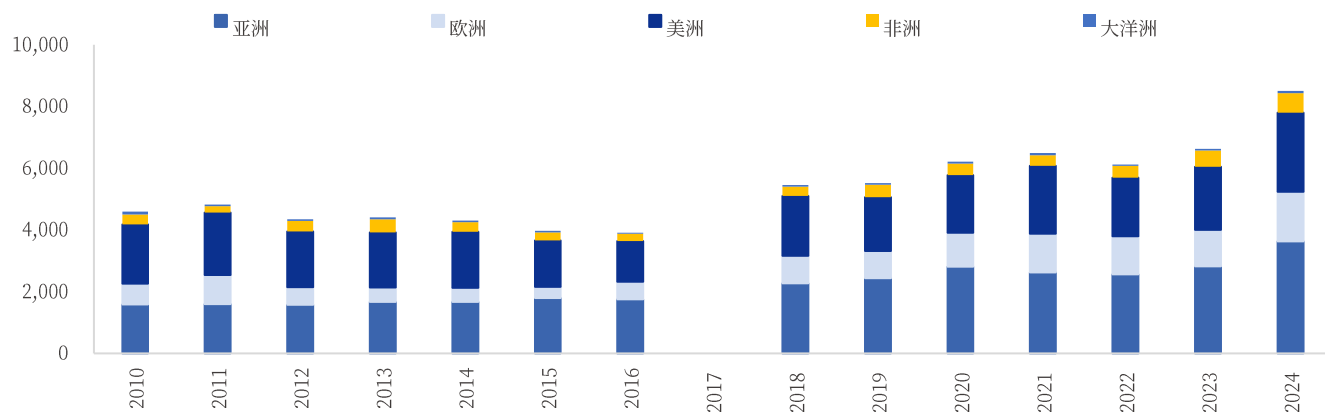
家用空调内外销高景气延续。据产业在线数据显示，2024 年家用空调累计内销规模达 10415 万台，同比增长 4.57%；出口 9641 万台，同比增长 36.08%，均创历史新高。其中，内销方面，以旧换新政策托底更新需求释放，月销增速翘尾明显；出口方面，新兴市场大家电需求快速增长，我国空调企业积极推动产业链全球化布局，出口景气较高。

图11：我国家用空调销售量稳步攀升



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

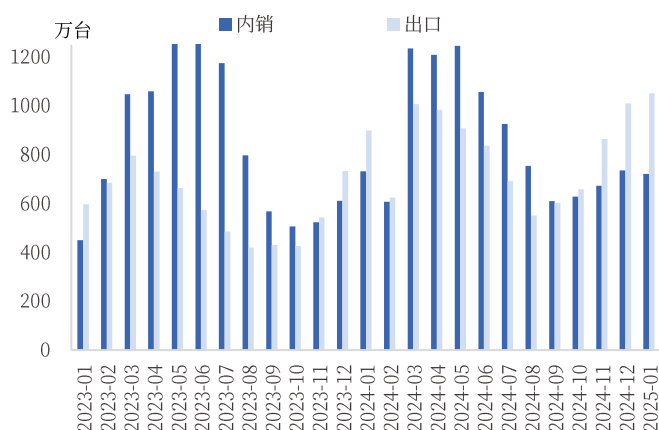
图12：我国家用空调家用空调分区域出口情况



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

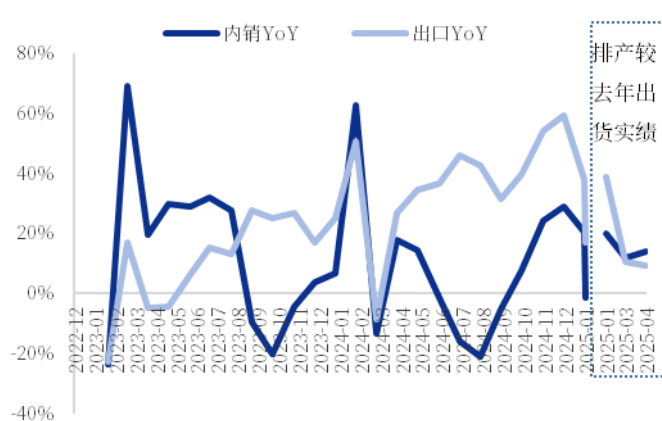
从单月角度来看，2025年1月家用空调内销出货721.28万台，同比微降1.5%，主要受春节时间错位影响；出口出货1052.12万台，同比增长17%，海外需求延续改善。从排产角度来看，2月、3月、4月内销排产分别较2024年同期出货实绩增长19.80%、11.70%、14.00%，出口排产较2024年同期出货实绩分别增长38.60%、10.40%、9.20%，景气依然较高。

图13：空调月度内销和出口规模



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图14：空调月度内销、出口同比增速



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

4.中央空调：内销表现疲弱，出口端强势

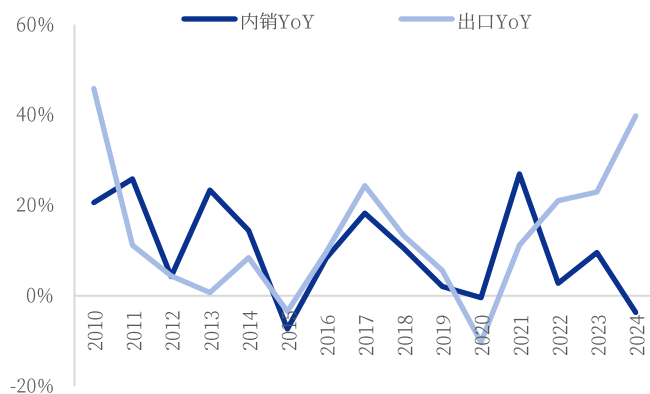
中央空调出口端表现强劲。根据产业在线数据显示，2024年中央空调销售规模为1446.9亿元。其中，内销额1214.9亿元，同比下滑3.8%，主要系房地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓，中央空调终端需求疲弱。出口方面，2024年中央空调出口额达232亿元，同比增长39.8%，得益于全球数据中心产业的蓬勃发展以及新兴市场需求的迅速增长，中央空调出口端表现强劲。

图15：中央空调年度累计销售额稳步增长



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

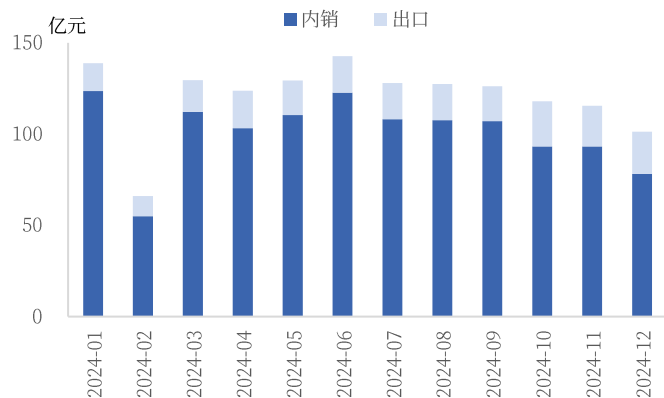
图16：中央空调内销增长疲弱，出口表现强劲



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

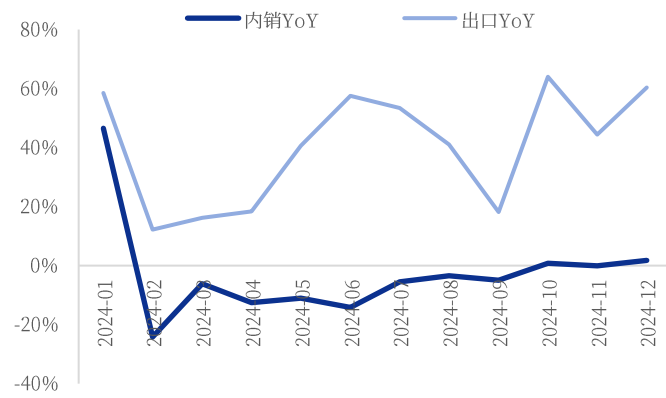
从单月角度来看，2024 年 12 月中央空调内销规模为 78.13 亿元，同比增长 1.81%，单月增速逐步转正；出口销售规模 23.10 亿元，同比增长 60.33%，表现较为强劲。随着海外新兴市场中央空调需求释放，未来中央空调出口表现依然值得期待。

图17：中央空调月度销售额（亿元）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图18：中央空调月度内销、出口同比增速

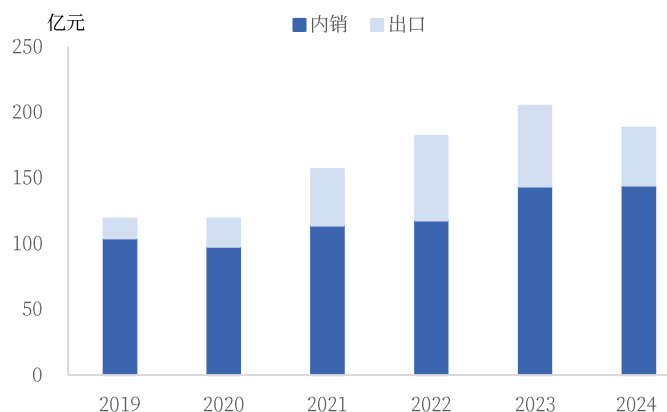


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

5.热泵：内销承压，出口端值得期待

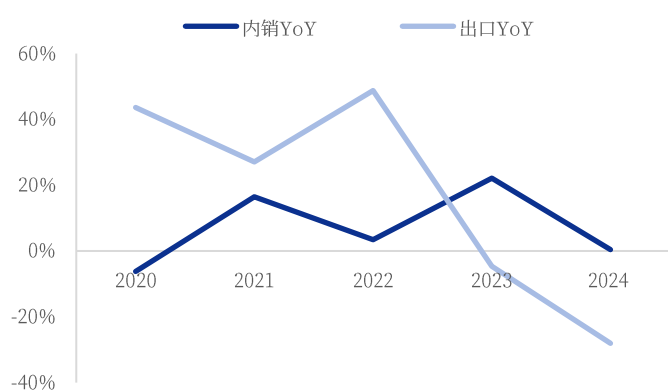
2024 年，全球空气源热泵市场面临库存积压、市场需求不足等因素干扰，叠加部分欧洲国家的补贴政策退坡等因素，热泵销售表现承压。具体来看，内销方面，受国内终端需求不足影响，2024 年热泵内销市场整体表现疲弱，全年销售规模为 144.11 亿元，同比微增 0.4%；出口方面，外销市场近几年受去库存和补贴退坡影响，销售持续下行，2024 年出口规模达 53.06 亿元，同比下滑 13.58%。

图19：近年来热泵销售表现承压



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

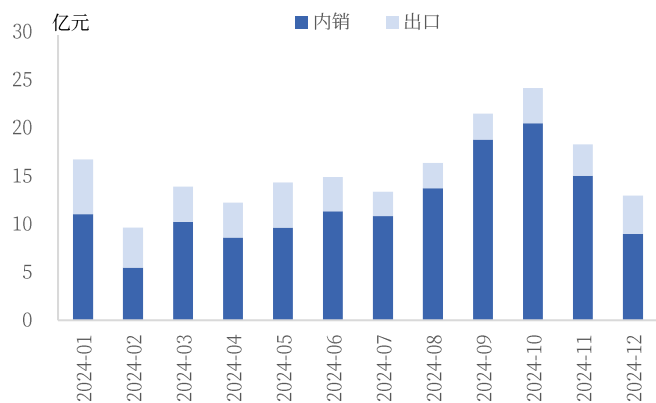
图20：热泵内外销表现疲弱



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

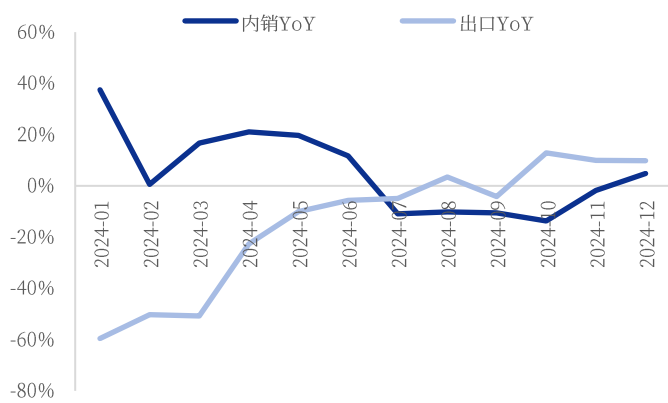
从单月角度来看，房地产市场承压，精装配套和零售板块不振，2024年热泵内销单月表现呈现翘尾态势，12月热泵内销同比增长4.88%，预计与地产端边际改善有关。出口方面，2024年下半年起，欧美热泵逐步走出去库周期，单月增速逐步改善，12月热泵出口同比增长9.84%，展望未来，预计随着欧洲部分国家补贴重启，热泵出口有望延续改善。

图21：热泵内销延续弱势，出口缓步改善



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图22：热泵月度内销增速翘尾，出口逐月改善

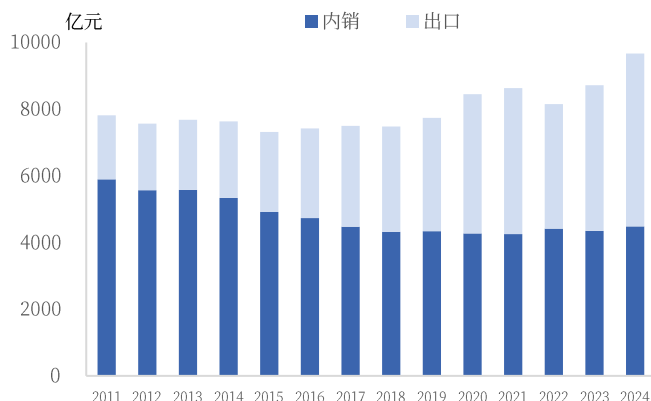


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

三、冰箱、洗衣机市场发展情况

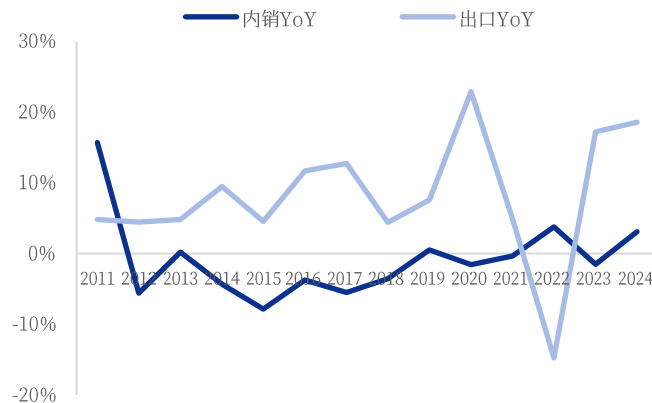
随着国内市场的高度普及，冰箱内销市场逐渐趋于饱和，消费以更新换代为主导。2024 年，受家电国补政策和以旧换新政策的推动，下半年起冰箱内销市场复苏，全年销量实现 3.11% 正增长，增速强势转正。出口方面，我国家电企业积极实现全球化布局，叠加近年来新兴市场国家需求释放明显，2024 年出口增长 18.59%，表现较为亮眼。

图23：冰箱年度累计销售额（亿元）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

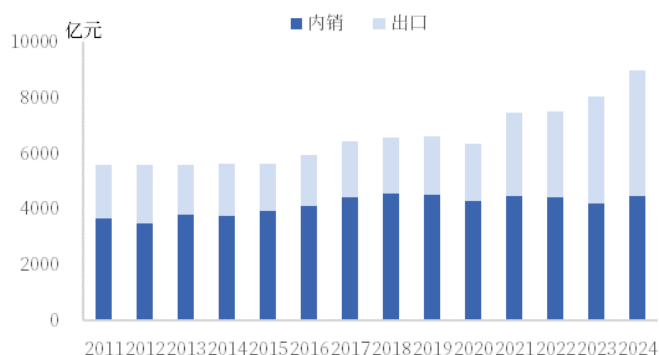
图24：冰箱累计内销、出口同比增速



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

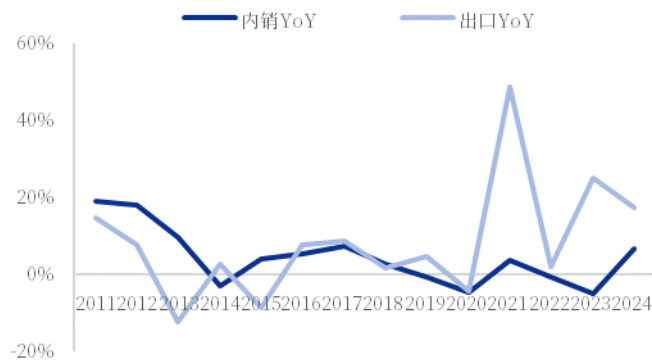
洗衣机品类方面，得益于以旧换新政策有效激活了潜在需求，叠加消费者偏好高品质、高能效产品推动产品结构升级，2024 年洗衣机内销累计达 4,482 万台，同比增长 6.7%，创近年来最好增速。出口方面，我国洗衣机在技术、成本和批量化生产等方面具备优势，叠加海外市场的关税担忧促使商家提前备货，全年出口规模达 4511 万台，同比增长 17.33%。

图25：洗衣机年度累计销售额变化



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

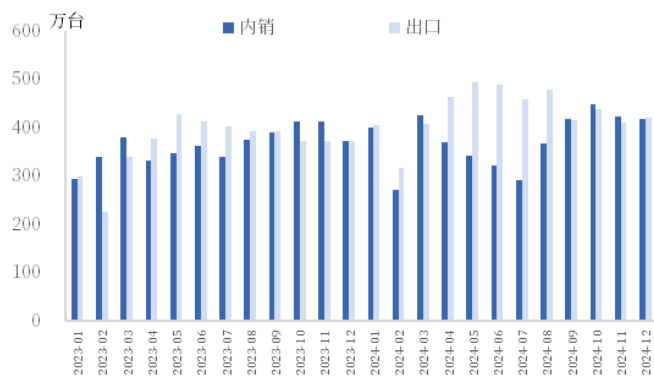
图26：洗衣机累计内销、出口同比增速



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

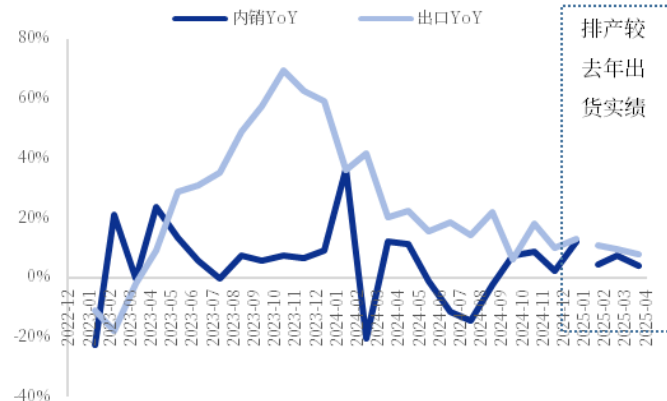
冰洗出货景气较高，排产较为积极。从单月角度看，2024 年 12 月冰箱内外销分别为 416.7 万台和 419.2 万台，同比分别增长 11.89% 和 13.04%；洗衣机销量内外销分别为 421.4 和 384.3 万台，同比分别增长 12.65% 和 21.99%。为了应对潜在的关税政策变化，海外渠道积极建库，冰洗出口端表现强劲。排产方面，2025 年 2 月至 4 月冰箱内销排产较去年出货实绩分别增长 4.30%/7.20%/3.90%，出口排产分别增长 10.70%/9.40%/7.90%，较高景气有望延续；洗衣机内销排产较去年出货实绩分别变化 24.40%/-1.70%/0.30%，出口排产分别变化 19.80%/-1.00%/2.70%，后续出货表现有待观察。

图27：冰箱月度内销和出口规模



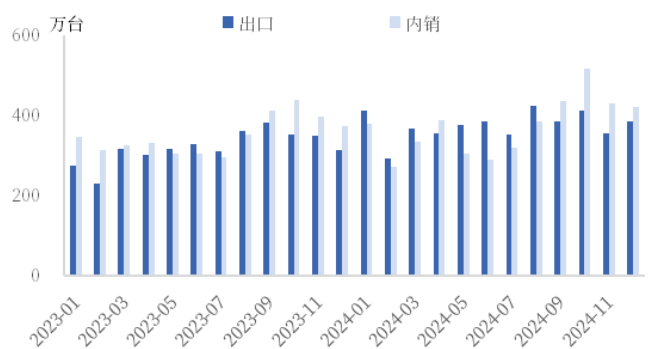
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图28：冰箱月度内销、出口同比增速



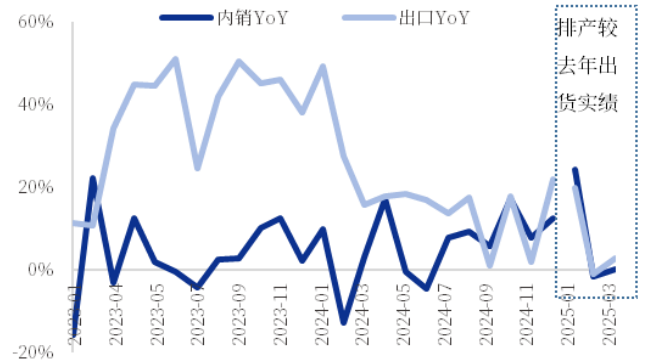
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图29：洗衣机月度内销和出口规模



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图30：洗衣机月度内销、出口同比增速



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 2024-2026 年归母净利润为 386.52/434.12/489.03 亿元，EPS 分别为 5.05/5.67/6.39 元，维持“推荐”评级。

表：主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	373709.80	410435.36	441309.37	474883.13
收入增长率%	8.10	9.83	7.52	7.61
归母净利润（百万元）	33719.94	38651.95	43412.16	48902.94
利润增速%	14.10	14.63	12.32	12.65
摊薄 EPS(元)	4.40	5.05	5.67	6.39
PE	16.46	14.36	12.79	11.35

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

五、风险提示

风险提示：海外需求不足的风险、产品销量不及预期的风险、国际贸易环境不确定性的风险、汇率波动的风险。

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	281320.98	323199.69	352670.10	390018.18
现金	81673.85	101023.84	121602.58	149211.88
应收账款	32884.74	32751.30	35238.09	37942.74
其它应收款	2181.88	2913.07	3132.25	3370.63
预付账款	3316.19	4466.35	4783.10	5140.48
存货	47339.26	51539.20	55195.71	59321.26
其他	113925.07	130505.94	132718.38	135031.20
非流动资产	204717.20	205164.38	200910.14	195323.16
长期投资	4976.11	4976.11	5576.11	5576.11
固定资产	30937.96	27770.40	23633.52	18667.80
无形资产	18457.74	18462.74	18478.74	18488.74
其他	150345.40	153955.13	153221.78	152590.51
资产总计	486038.18	528364.07	553580.24	585341.33
流动负债	251245.72	293846.05	310316.27	331213.40
短期借款	8819.18	16413.18	24834.18	31329.18
应付账款	72530.47	74978.19	80295.54	86294.99
其他	169896.08	202454.68	205186.55	213589.23
非流动负债	60492.81	45652.44	37652.44	29652.44
长期借款	46138.74	31138.74	23138.74	15138.74
其他	14354.08	14513.71	14513.71	14513.71
负债合计	311738.54	339498.49	347968.71	360865.84
少数股东权益	11420.82	11498.28	11585.28	11683.28
归属母公司股东权益	162878.83	177367.30	194026.24	212792.21
负债和股东权益	486038.18	528364.07	553580.24	585341.33
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	57902.61	55999.96	47577.53	58504.08
净利润	33745.35	38729.41	43499.16	49000.94
折旧摊销	7348.92	5850.37	6030.24	6141.98
财务费用	-3134.64	1601.62	1416.77	1325.93
投资损失	-463.56	-612.83	-658.94	-709.09
营运资金变动	21412.10	12004.19	-2506.44	2935.35
其它	-1005.56	-1572.80	-203.26	-191.04
投资活动现金流	-31219.86	-28344.83	750.20	2073.12
资本支出	-5922.69	-1535.82	-1108.74	-475.96
长期投资	-30897.06	-450.00	1200.00	1840.00
其他	5599.90	-26359.01	658.94	709.09
筹资活动现金流	-17910.21	-8065.23	-27748.99	-32967.90
短期借款	3649.70	7594.00	8421.00	6495.00
长期借款	-4547.21	-15000.00	-8000.00	-8000.00
其他	-17012.70	-659.23	-28169.99	-31462.90
现金净增加额	8755.29	19350.00	20578.74	27609.30

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	373709.80	410435.36	441309.37	474883.13
营业成本	273516.61	295541.90	316501.29	340148.88
营业税金及附加	1816.50	1994.79	2144.88	2308.11
营业费用	34880.88	41672.28	43489.85	46326.94
管理费用	13476.91	15116.42	15243.41	16403.52
财务费用	-3261.66	-3140.22	-1708.82	-3714.13
资产减值损失	-439.78	-15.00	36.00	30.00
公允价值变动收益	-226.49	435.00	136.00	112.00
投资净收益	463.56	612.83	658.94	709.09
营业利润	40317.44	46133.11	51797.38	58471.91
营业外收入	453.40	467.00	481.01	495.44
营业外支出	493.68	493.68	493.68	493.68
利润总额	40277.16	46106.44	51784.71	58473.68
所得税	6531.81	7377.03	8285.55	9472.74
净利润	33745.35	38729.41	43499.16	49000.94
少数股东损益	25.42	77.46	87.00	98.00
归属母公司净利润	33719.94	38651.95	43412.16	48902.94
EBITDA	44364.43	48816.58	56106.13	60901.53
EPS（元）	4.40	5.05	5.67	6.39

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入增速	8.10%	9.83%	7.52%	7.61%
营业利润增速	15.98%	14.42%	12.28%	12.89%
归属母公司净利润增速	14.10%	14.63%	12.32%	12.65%
毛利率	26.49%	27.67%	27.96%	28.05%
净利率	9.06%	9.46%	9.88%	10.34%
ROE	20.70%	21.79%	22.37%	22.98%
ROIC	12.46%	12.85%	14.12%	14.55%
资产负债率	64.14%	64.25%	62.86%	61.65%
净负债比率	-4.01%	-4.79%	-14.21%	-25.98%
流动比率	1.12	1.10	1.14	1.18
速动比率	0.55	0.56	0.61	0.66
总资产周转率	0.82	0.81	0.82	0.83
应收账款周转率	12.17	12.45	12.92	12.92
应付账款周转率	4.00	4.01	4.08	4.08
每股收益	4.40	5.05	5.67	6.39
每股经营现金	7.56	7.31	6.21	7.64
每股净资产	21.27	23.16	25.34	27.79
P/E	16.46	14.36	12.79	11.35
P/B	3.41	3.13	2.86	2.61
EV/EBITDA	8.49	11.19	9.37	8.16
P/S	1.49	1.36	1.26	1.17

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、大消费负责人。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；于 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。

杨策，家电行业分析师，伦敦国王大学理学硕士，于 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。

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。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

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn