

海外全速发力，注重稳健发展和股东回报

2025 年 3 月 29 日

核心观点

- **公司公布 2024 年年报：**2024 年营业总收入 4091 亿元，同比+9.5%；归母净利润 385 亿元，同比+14.3%；4Q2024 保持之前稳健增长趋势，营业总收入同比+9.1%，归母净利润同比+13.9%。经营活动净现金流 605 亿元，是净利润的 1.56 倍。2021-2024 年分红率分别为 40.87%、58.16%、61.63%、69.31%，持续提升，回报股东，对应 A 股当前分红收益率 4.5%。2025 年拟以不超过 100 元/股的价格回购 50-100 亿元，预计回购 0.5~1 亿股，占比总股本 0.65%~1.31%，其中超过 70%将用于注销并减少注册资本。
- **2024 年智慧家居 2695 亿元，同比+9.4%：**
 - 1) 海外业务突飞猛进，海外收入（主要是家电）同比+12.0%，增速明显高于国内，南美、欧洲、非洲增长靓丽，海外智能家居业务中 OBM 占比提升至 43%。2025 年预期海外增长仍将强于国内，继续注重提升海外 OBM 占比、强化全球供应链能力。
 - 2) 中国市场上半年增速放缓，下半年得益于国家补贴。奥维云网推总数据，2024 年国内家电零售市场规模 9,071 亿元，同比+6.4%。美的内销（主要是家电）同比+7.7%，与市场匹配，毛利率同比提升 0.9pct，表明美的致力于改善销售结构。美的家装中央空调份额提升明显，家用空调盈利能力强。“年轻科技潮电”的华凌品牌善于应对小米、奥克斯等性价比品牌竞争。2024 年“COLMO+东芝”双高端品牌零售额同比增长超 45%。冰箱洗衣机继续保持良好发展；中国厨房小家电需求低于预期，致公司近几年小家电收入增长偏慢。
 - 3) 国内外业务都注重提升盈利的背景下，2024 年智慧家居毛利率同比提升 1.3pct（会计重列），但海外 OBM 业务迅速增长、占比增加，利润率相对较低、仍在提升，因此分部营业利润率 9.7%，同比下降 0.7pct。
- **2024 年商业及工业解决方案 1045 亿元，同比+6.9%：**
 - 1) 智能建筑科技 285 亿元，同比+9.9%，毛利率同比+0.8pct；分部营业利润率 17.5%，同比提升 1.4pct。美的是中国最大的暖通空调企业，并具备国际竞争力。2025 年该业务有望提速，一方面欧洲热泵大幅去库存周期基本结束；另一方面，公司 2024 年成功收购欧洲 Arbonia 气候部门，东芝电梯中国业务，暖通空调产业相关多元化、全球发展能力进一步提升。
 - 2) 新能源与工业技术 336 亿元，同比+20.6%。一方面传统的压缩机、电机保持全球领先，除渗透到汽车产业链外，还获评“2024 人形机器人供应链优质企业”，具备谐波减速机和机器人伺服电机制造能力。另一方面，新能源板块，科陆电子在北美实现突破性进展，新一代储能系统 Aqua-C2.5 取得成功的商用实践，在南美获得智利、阿根廷等多个国家的储能项目合同；合康新能加快户用储能、光伏逆变器及相关电力电子产品的开发。
 - 3) 机器人与自动化 287 亿元，同比-7.6%，继续承压，主要原因是欧洲和中国的工业资本支出减少。但库卡中国在 2024 年实现销售收入和订单规模双增长。2025 年有望扭转下滑趋势。

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

刘立思

☎：010-8092-7655

✉：liulisi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070002

杨策

☎：010-80927615

✉：yangce_yj@chinastock.com.cn

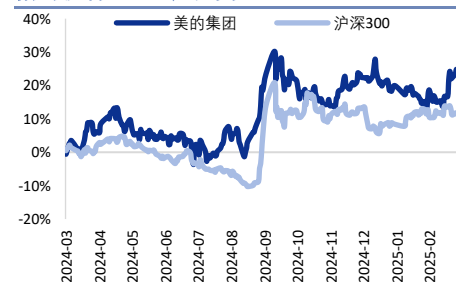
分析师登记编码：S0130520050005

市场数据

2025-3-28

股票代码	000333.SZ
A 股收盘价(元)	76.87
上证指数	3,351.31
总股本(万股)	766,036
实际流通 A 股(万股)	689,700
流通 A 股市值(亿元)	5,301.73

相对沪深 300 表现图



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

- **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 4385/4711/5066 亿元，分别同比增长 7.2%/7.4%/7.5%，归母净利润 434/486/536 亿元，分别同比增长 12.5%/12.1%/10.2%，EPS 分别为 5.66 /6.35 /6.99 元每股，当前股价对应 13.6x/12.1x/11.0x P/E。考虑到公司偏低的估值水平，未来较高的分红收益率水平，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**市场需求不及预期的风险、市场竞争加剧的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	409,084	438,512	471,082	506,634
收入增长率%	9.5	7.2	7.4	7.5
归母净利润（百万元）	38,537	43,370	48,622	53,567
利润增速%	14.3	12.5	12.1	10.2
完全摊薄 EPS(元)	5.03	5.66	6.35	6.99
PE	15.3	13.6	12.1	11.0

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、公司经营情况

(一) 公司业务拆分

2024 年公司实现营业收入 4071 亿元，同比增长 9.4%。其中，智能家居/新能源及工业技术/智能建筑科技/机器人与自动化分别实现 2695 / 336 / 285 / 287 亿元，分别同比+9.4% / +9.4% / +20.6% / +9.9% / -7.6%。

表1：公司营业收入分品类拆分

	2021	2022	2023	2024	2024H1	2024H2
营业收入（亿元）	3,412	3,439	3,720	4,071	2,173	1,899
智能家居	2,349	2,328	2,464	2,695	1,476	1,219
商业及工业解决方案	734	836	978	1,045		
新能源及工业技术	201	216	279	336	171	165
智能建筑科技	197	228	259	285	157	128
机器人与自动化	253	277	311	287	139	148
其他	83	115	129	137		
其他业务	329	275	279	331		
营业收入 YOY	20.1%	0.8%	8.2%	9.4%	10%	8%
智能家居	12.6%	-0.9%	5.8%	9.4%	11%	8%
商业及工业解决方案	39.0%	14.0%	16.9%	6.9%		
新能源及工业技术	43.5%	7.5%	28.9%	20.6%	26%	16%
智能建筑科技	54.8%	15.7%	13.8%	9.9%	6%	15%
机器人与自动化	22.8%	9.6%	12.1%	-7.6%	-9%	-7%
其他	51.4%	39.1%	12.2%	6.0%		
其他业务	44.8%	-16.6%	1.6%	18.7%	14%	24%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分部报告分品类拆分来看，2024 年，智能家居业务/智能建筑科技/新能源及工业技术/其他分部及未分配金额的对外交易收入分别为 2952 / 288 / 403 / 447 亿元，分别同比+10.6% / +9.4% / +19% / -3.9%；分部营业利润率分别为 9.7% / 17.5% / 11% / 7%，分别同比-0.7 / +1.4 / -0.1 / +1 pct。

表2：公司分部报告拆分表（分品类）

	对外交易收入（百万元）		同比增速	分部营业利润率	
	2024	2023		2024	2023
整体	409,084	373,710	9.5%	10.1%	10.4%
智能家居业务	295,231	266,977	10.6%	9.7%	10.4%
智能建筑科技	28,835	26,352	9.4%	17.5%	16.1%
新能源及工业技术	40,274	33,841	19.0%	11.0%	11.1%
其他分部及未分配的金额	44,744	46,540	-3.9%	7.0%	5.9%

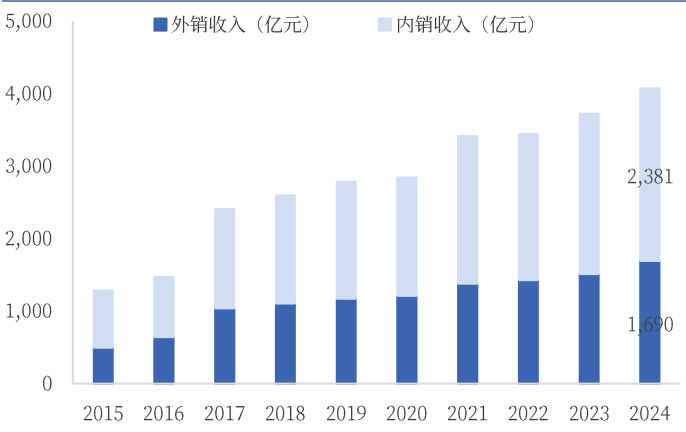
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表3：公司主要品类在中国市场的份额及排名（按零售额）

	2024				2023			
	线下份额	排名	线上份额	排名	线下份额	排名	线上份额	排名
大家电								
家用空调	36%	1	33%	1	35%	1	35%	1
洗衣机	28%	2	39%	1	27%	2	38%	2
干衣机	31%	1	46%	1	24%	2	41%	1
冰箱	17%	2	22%	2	15%	2	19%	2
电热水器	22%	3	27%	2	22%	3	30%	2
洗碗机	12%	4	23%	1	14%	4	23%	1
油烟机	5%	4	10%	4	8%	3	12%	3
小家电								
微波炉	63%	1	51%	1	62%	1	52%	1
电烤箱	45%	1	27%	1	49%	1	26%	1
电磁炉	44%	1	55%	1	47%	1	55%	1
电暖器	43%	1	23%	1	44%	1	23%	1
电风扇	41%	1	29%	1	44%	1	23%	1
电水壶	36%	1	30%	1	42%	1	26%	1
空气炸锅	35%	1	25%	1	32%	1	21%	1
饮水机	25%	1	14%	3	26%	1	14%	3
电压力锅	38%	2	36%	2	41%	2	39%	2
电饭煲	37%	2	27%	2	39%	1	27%	2
净水器	18%	2	23%	1	18%	2	18%	1

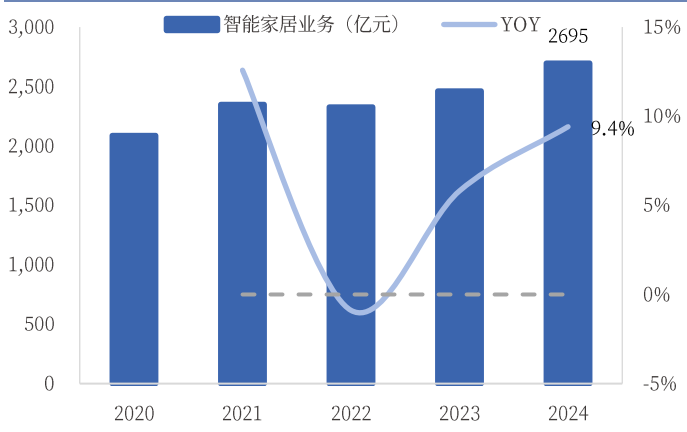
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图1：公司年度营业收入（按内外销）



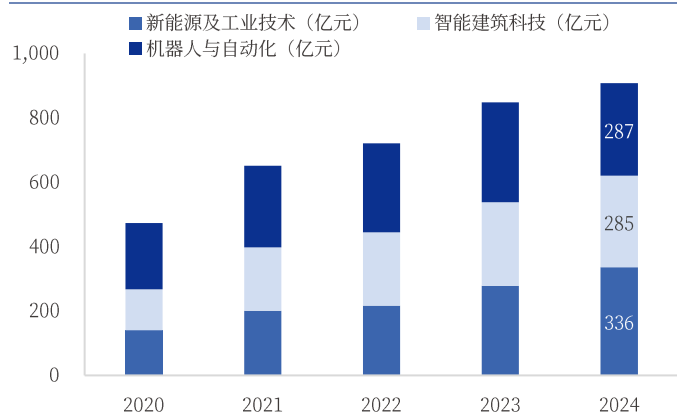
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：公司智能家居业务收入



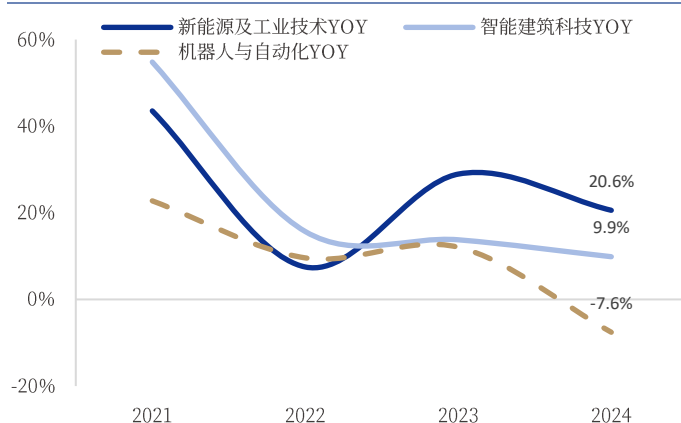
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：公司商业及工业解决方案拆分



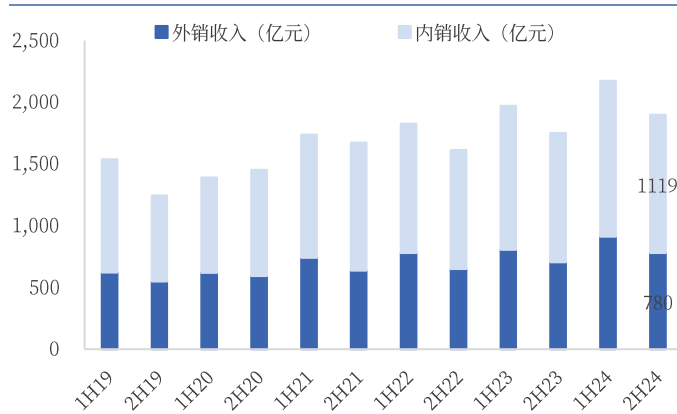
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：公司商业及工业解决方案拆分 YOY



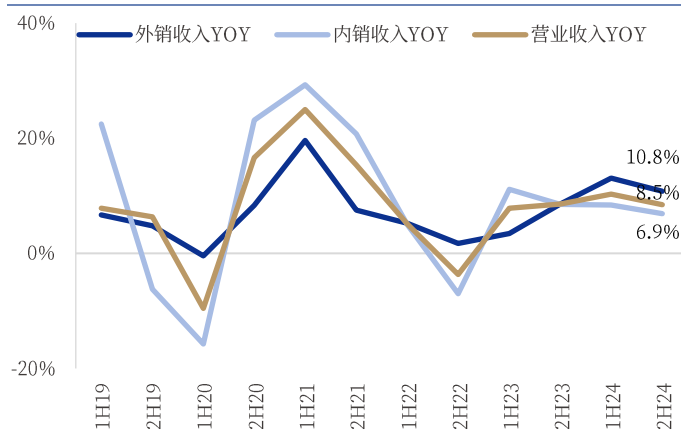
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：公司半年度营业收入（按内外销）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：公司半年度内外销收入 YOY

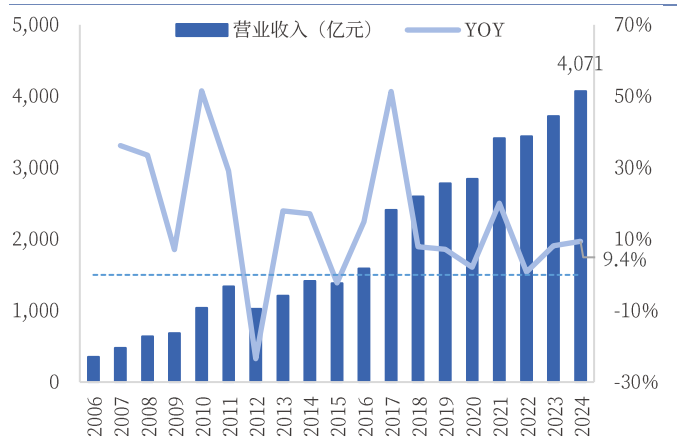


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）公司主要财务

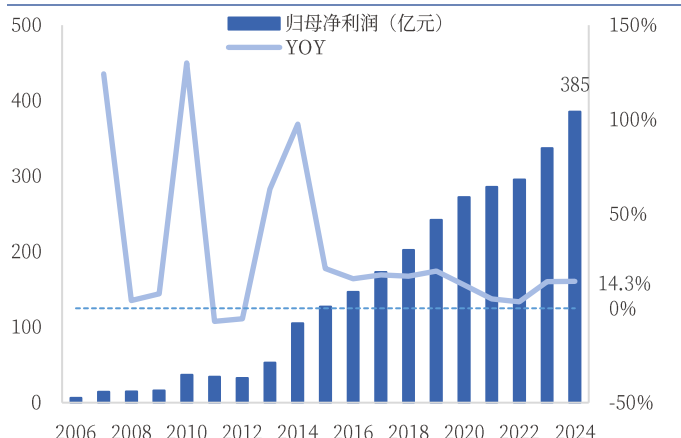
2024年，公司实现营业收入4071亿元，同比+9.4%；归母净利润385亿元，同比+14.3%。

图7：公司年度营业收入及 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

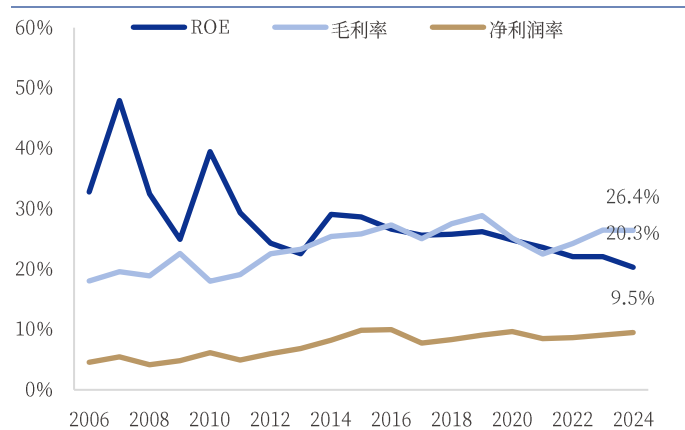
图8：公司年度归属于母公司净利润及 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

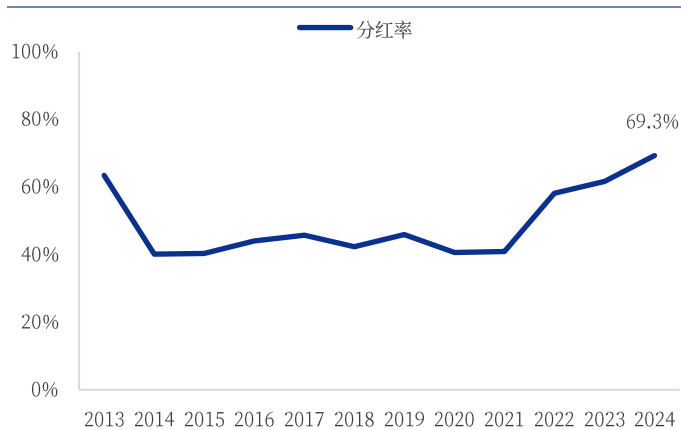
2024 年，公司毛利率为 26.4%、净利润率为 9.5%，ROE 为 20.3%，分红率为 69.3%。

图9：公司年度 ROE、毛利率、净利润率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图10：公司年度分红率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、国补政策持续发力，效果释放显著

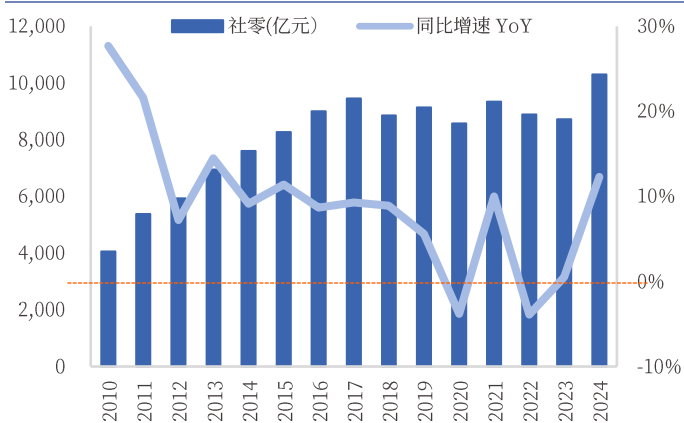
（一）内需：“以旧换新”政策效果持续释放

1. 以旧换新补贴对消费提振明显，2025年内销有望得政策支持

2024年以旧换新补贴品类中家电最受益。2024年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。

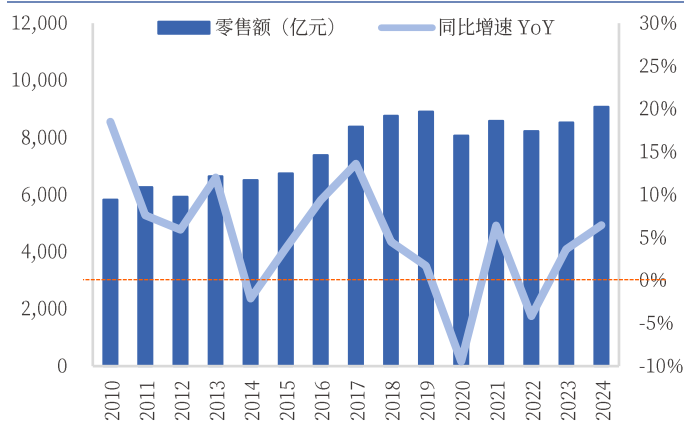
统计局数据，2025年1-2月家用电器和音响器材类社零同比+10.9%，保持较好增长，但相比2024年Q4的大幅增长，增速回落，表明消费者新鲜感过了。但家电零售整体表现依然不错。

图11：家电社消零售额累计与同比增速



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

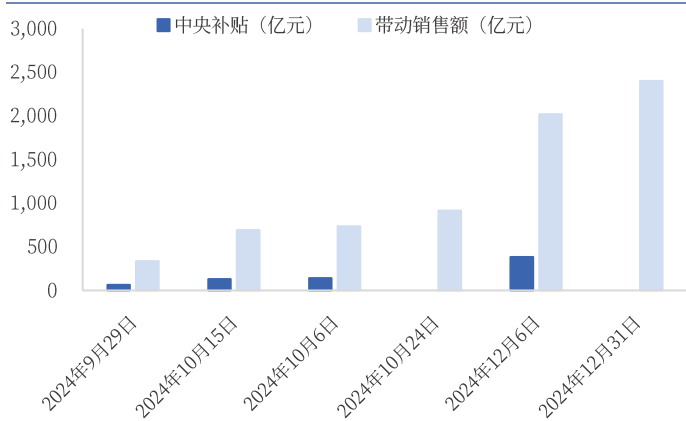
图12：奥维云网家电零售额监测情况



资料来源：奥维云网、中国银河证券研究院

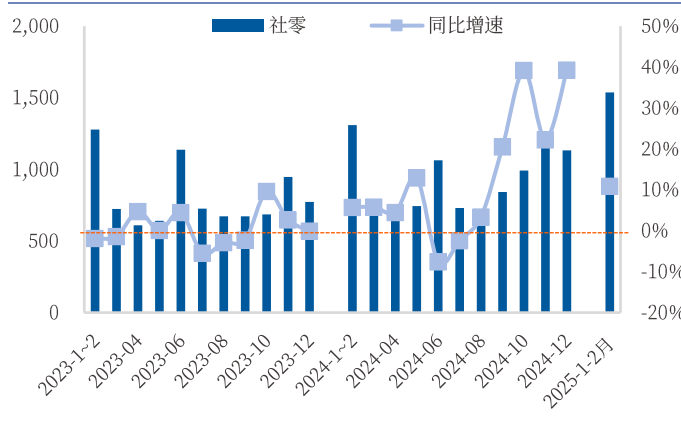
截至3月5日，全国超940万名消费者购买12大类家电以旧换新产品超1200万台、已有超3400万名消费者申请了超4200万件手机等数码产品购新补贴。

图13：2024年以旧换新国补对家电销售额的拉动情况



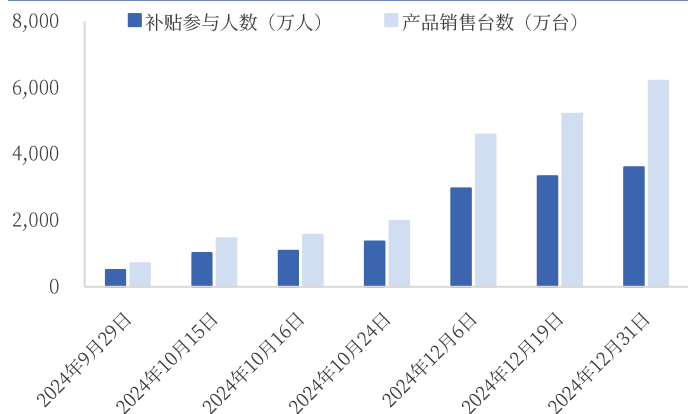
资料来源：商务部、中国银河证券研究院

图14：家电月度社消零售额



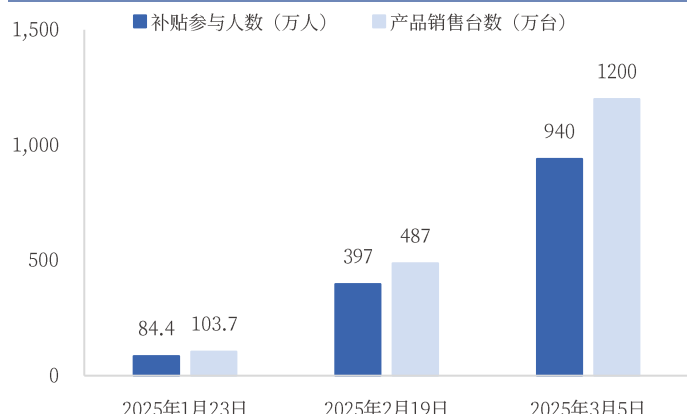
资料来源：奥维云网、中国银河证券研究院

图15：2024 年家电国补参与人数及带动产品销售



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

图16：2025 年家电国补参与人数及带动产品销售

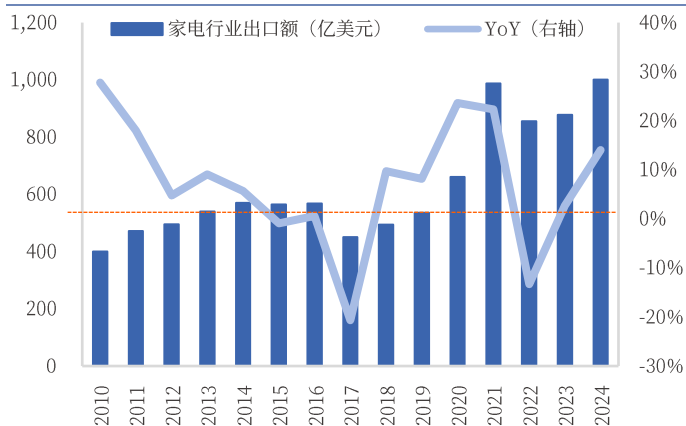


资料来源：商务部，中国银河证券研究院

（二）外销：美国关税政策受关注，具备产业链国际化能力的企业将受益

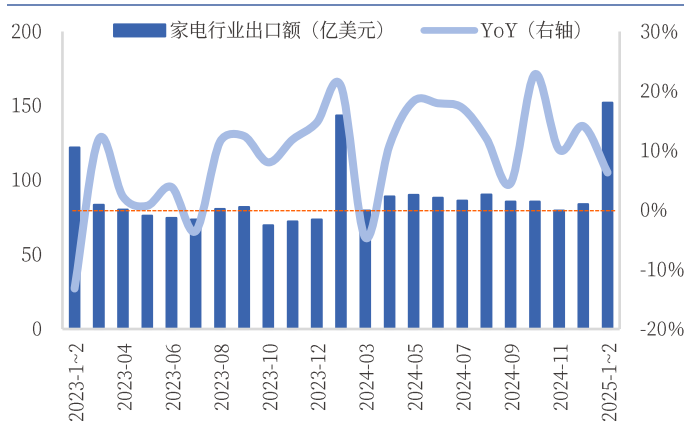
基数影响下，家电出口增速有所放缓。2024 年海外需求改善叠加低基数，我国家电出口增长强劲，根据海关总署，2024 年 1-12 月我国家用电器累计出口 44.81 亿台，同比增长 20.8%，增速维持强势；2024 年 1-12 月累计出口金额达 1001.03 亿美元，同比增长 14.1%。进入 2025 年，1-2 月出口累计达 152.16 亿美元，同比增长 6.3%。23 年下半年起海外渠道持续建库，需求已充分释放，叠加同期基数（2024 年 1-2 月出口 143.50 亿，同比增长 20.8%）影响，家电出口增速有所放缓。

图17：2024 年我国家电出口额增长较为强劲



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图18：单月出口额及同比出口增速



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

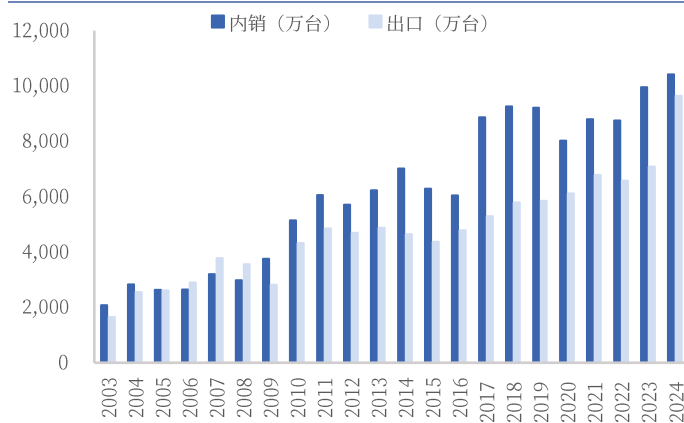
美国关税政策受关注，具备产业链国际化能力的企业将受益：1）美国进口产品关税政策的变动频繁，一方面中国对美国出口将被加征 10% 关税。这将导致未来部分产能外迁。目前美国客户在积极寻找东南亚的产能。具备国际产业链布局的公司受益，如小家电中的德昌股份、新宝股份。2）之前中国部分家电龙头在墨西哥布局产能，如海尔智家、海信视像、TCL 电子等。美国将对墨西哥征收 25% 关税，影响有限。一方面，主要的竞争对手如韩国企业也面临同样的关税问题。另一方面，大家电基本实现产业链国际化，有能力调整产能分布。

三、暖通空调产业继续增长

（一）家用空调：补贴续力内销增长，外销延续高景气

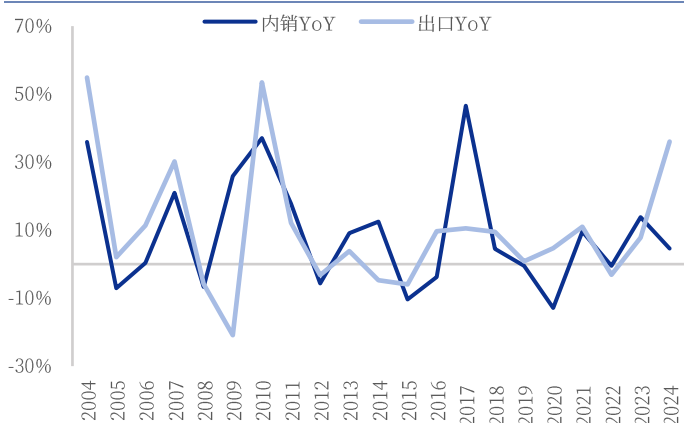
2024 年家用空调是景气的一年。内销在 2024 年第四季度受益于国家补贴政策刺激，全年实现增长。产业在线数据，2024 年家用空调累计内销规模达 10415 万台，同比增长 4.57%，其中 4Q2024 内销量同比+24%；2024 年出口 9641 万台，同比增长 36.08%，全年持续超预期。

图19：空调年度内销和出口规模



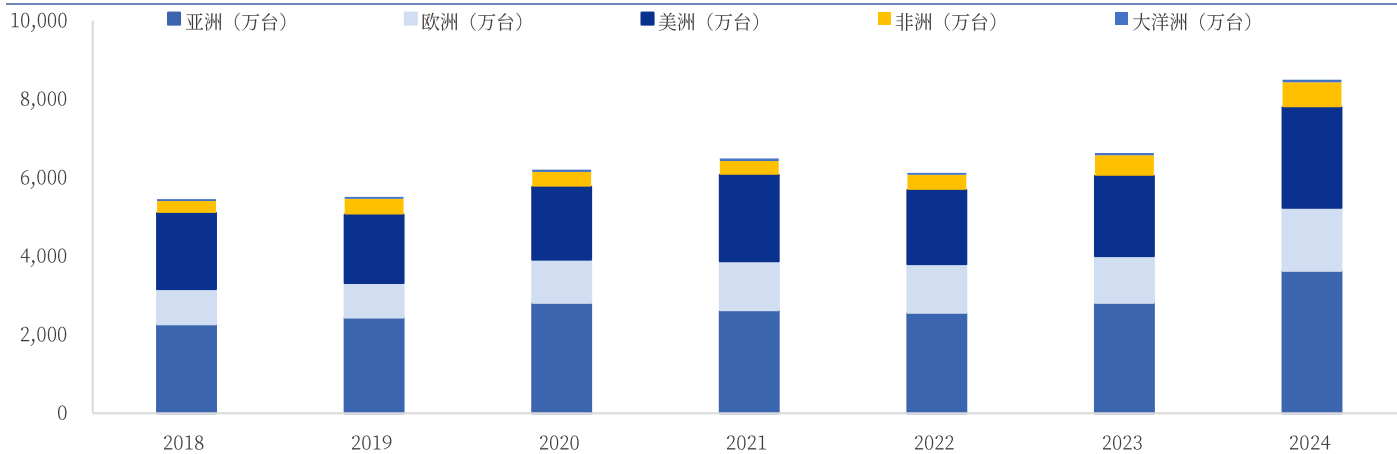
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图20：空调年度内销、出口出货量同比增速



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图21：我国家用空调分区域出口情况

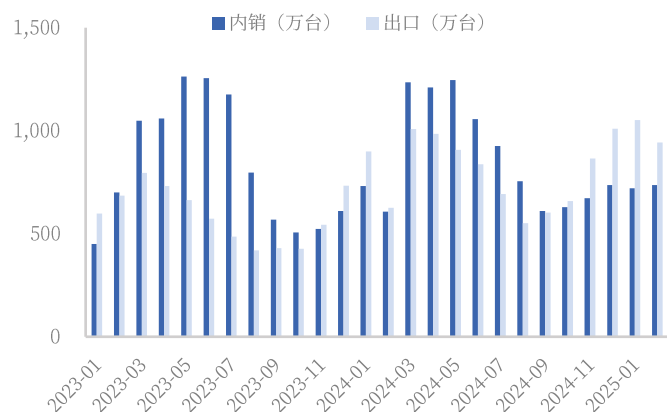


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

2025 年年初，空调内销依然增长较好。产业在线数据，2025 年 1-2 月空调内销出货 1457 万台，同比+8.8%，4 月、5 月、6 月内销排产分别较 2024 年同期出货实绩增长 9.1%、17.4%、31.1%。从 AVC 零售监测角度，2025 年 1-2 月线上、线下空调零售额分别同比-8.8%、+46.9%，消费者更倾向于线下购买补贴类产品。

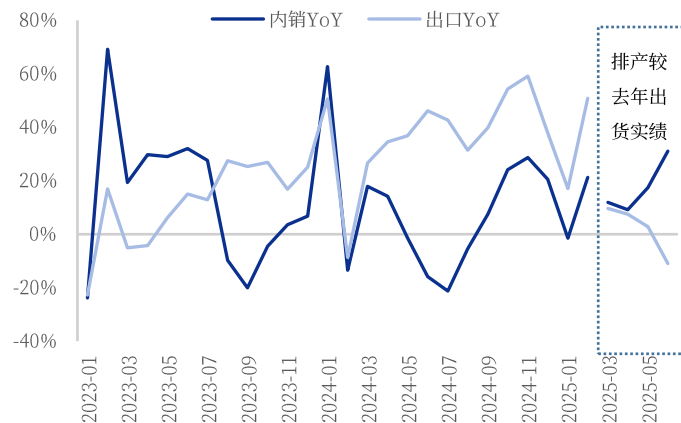
出口方面，2025 年 1-2 月出口规模达 1986 万台，同比+30.9%，4 月、5 月、6 月出口排产分别较 2024 年同期出货实绩增长+7.5%、+2.8%、-10.9%，随着同比基数偏高，出口增速回落，订单转移到海外工厂也有重要影响。

图22：空调月度内销和出口规模



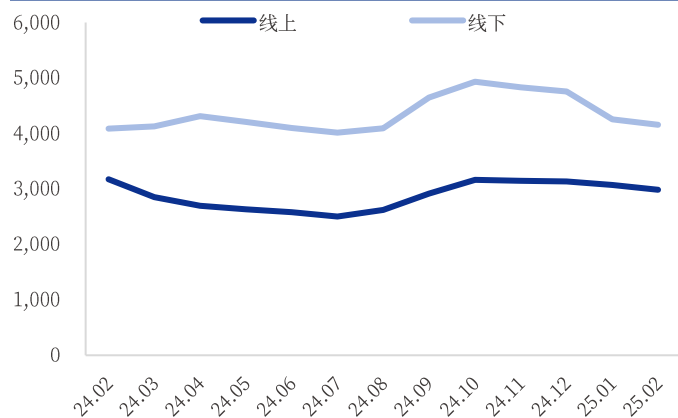
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图23：空调月度内销、出口出货量同比增速



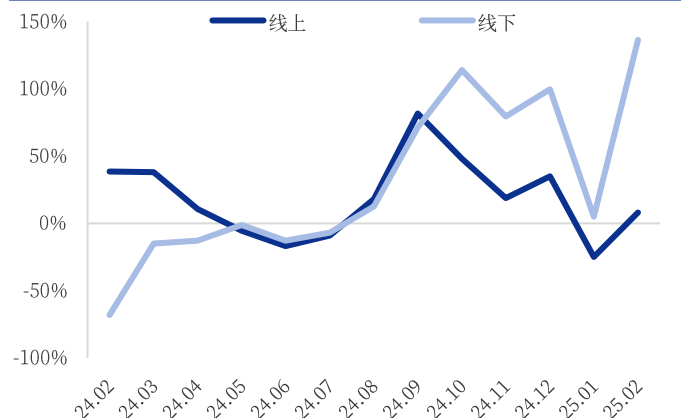
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图24：空调月度线上零售均价（元）



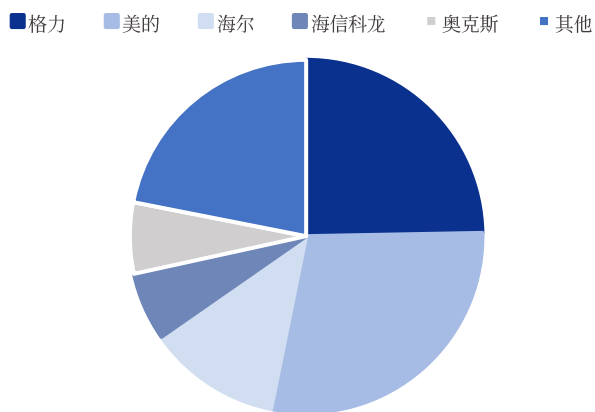
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图25：空调月度线下零售额同比增速



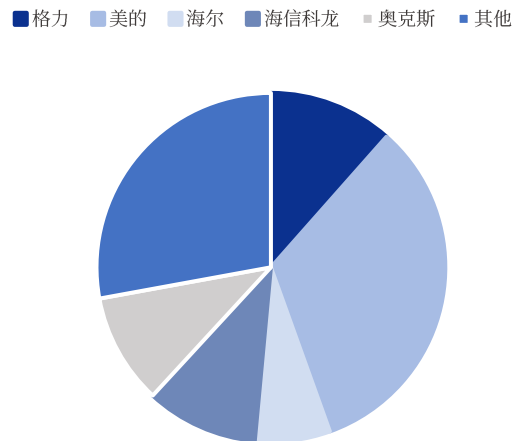
资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

图26：2025年1-2月家用空调品牌内销出货量市场份额



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

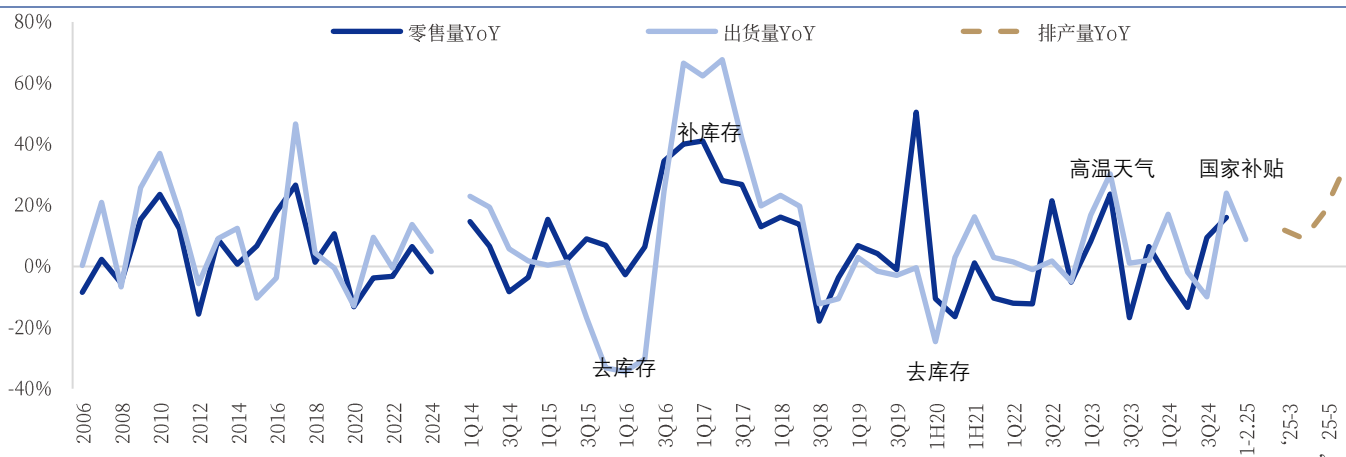
图27：2025年1-2月家用空调品牌外销出货量市场份额



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

过去10年，空调行业在2015-2016、2019-2020两次经历过大力度地去库存。随着渠道扁平化，渠道对于库存的接受水平明显下降，当前空调行业的出货量与零售量增长趋势基本匹配。

图28：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

备注：排产量 YOY 指内销排产较去年同期出货实绩变化

表2：暖通空调行业公司营业收入、毛利率及增速情况对比

公司	空调业务收入（亿元）				YOY				毛利率			
	2022A	2023A	2024H1	2024A	2022A	2023A	2024H1	2024A	2022A	2023A	2024H1	2024A
美的	1506.4	1611.1	1014.6		6.2%	7.0%	10.3%		22.8%	25.6%	26.4%	
格力	1348.6	1745.7	779.6		2.4%	12.1%	11.4%		32.4%	37.0%	34.8%	
海尔	400.6	456.6	290.1	490.6	6.7%	14.0%	3.6%	7.4%	28.6%	29.4%	29.1%	23.9%
海信	345.0	386.5	227.7		13.5%	12.0%	7.6%		27.9%	30.7%	29.1%	
奥克斯	191.4	244.1				27.6%			20.7%	21.5%	-	
长虹美菱	97.8	115.7	85.0		15.6%	18.2%	21.5%		13.5%	8.9%	6.9%	
小米（销量万台）	300	440	400	680	50%	49%	45%	55%				

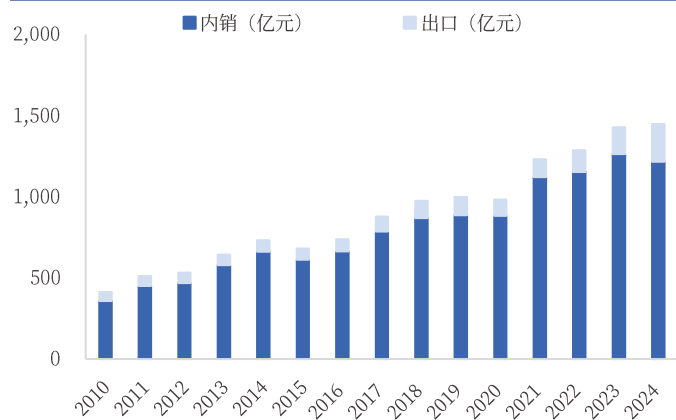
资料来源：iFind，奥克斯上市申请书，美的集团、海尔智家、格力电器、海信家电、长虹美菱、小米集团公告，中国银河证券研究院

（二）中央空调内销有压力，但出口持续保持增长

中央空调内销受地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓负面影响。产业在线数据，2024 年中央空调内销额 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；2025 年 1 月中央空调内销规模为 121.9 亿元，同比减少 1.4%。

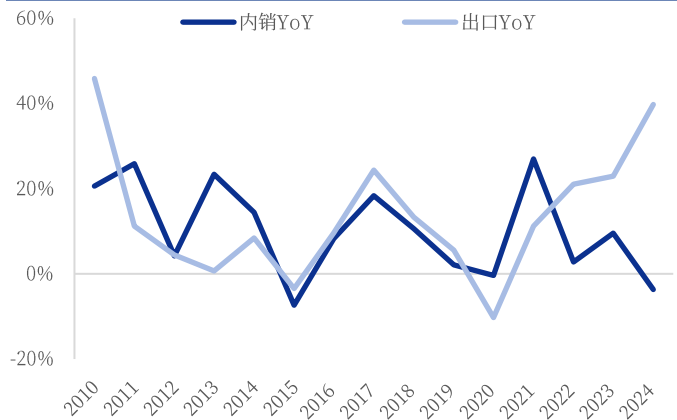
中国企业全球竞争力提升，份额提升导致出口最近多年都保持很好的增长。产业在线数据，2024 年中央空调出口额达 232 亿元，同比增长 39.8%；2025 年 1 月，出口销售规模 17.5 亿元，同比增长 15.5%。

图29：中央空调年度累计销售额稳步增长



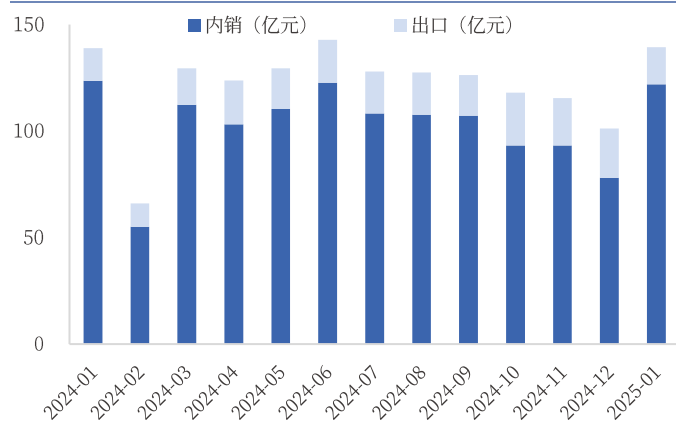
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图30：中央空调内销额增长疲弱，出口额表现强劲



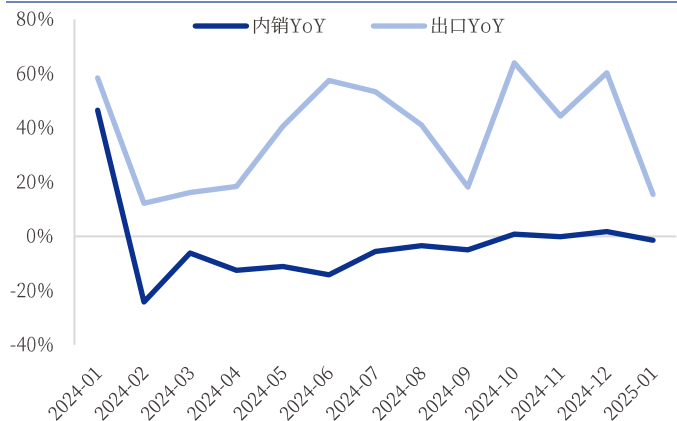
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图31：中央空调月度销售额



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图32：中央空调月度内销额、出口额同比增速

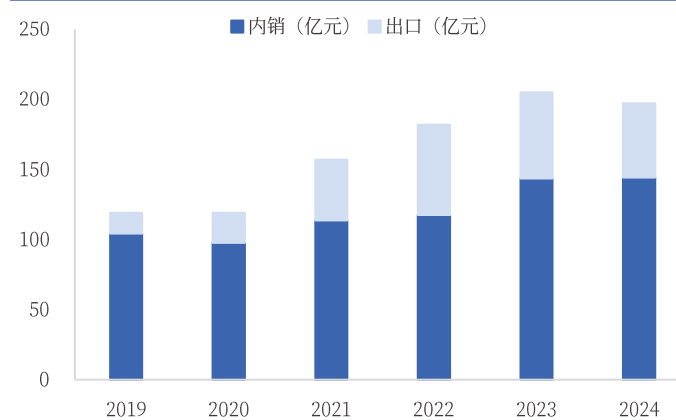


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

(三) 热泵去库存周期已过，出口开始恢复

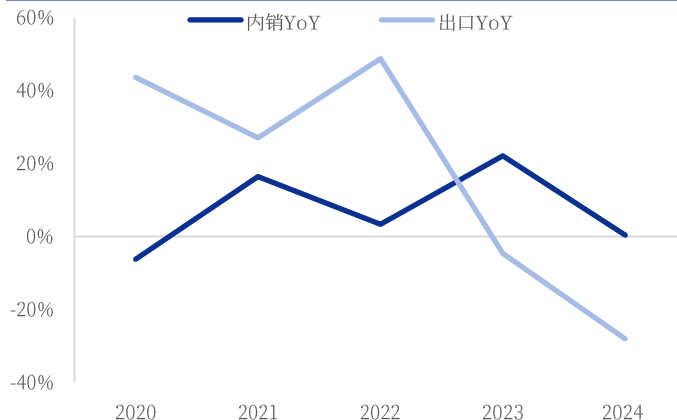
欧洲热泵补贴政策的剧烈波动，导致热泵出口过去两年面临大力度去库存周期。2024年下半年起，欧美热泵逐步走出去库周期，单月增速逐步改善。进入2025年，1月热泵出口同比+3.7%。展望未来，预计随着欧洲部分国家补贴重启，热泵出口有望延续改善。

图33：热泵内外销售额（年度）



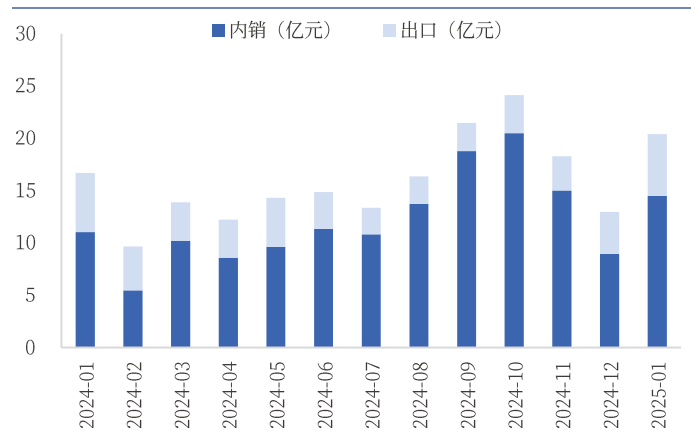
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图34：热泵内外销售额表现疲弱



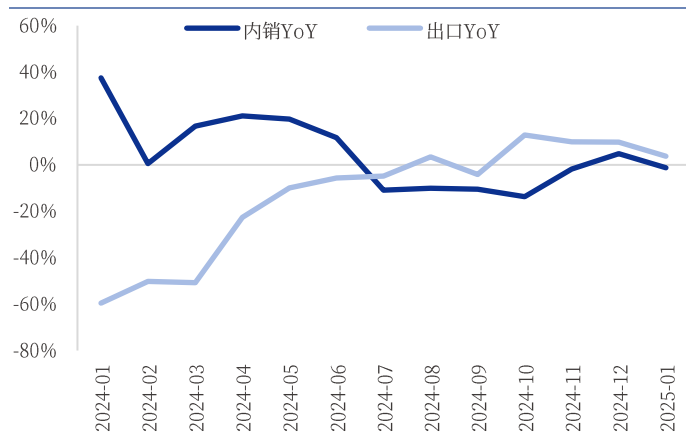
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图35：热泵内外销售额（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图36：热泵月度内销额增速翘尾，出口额逐月改善

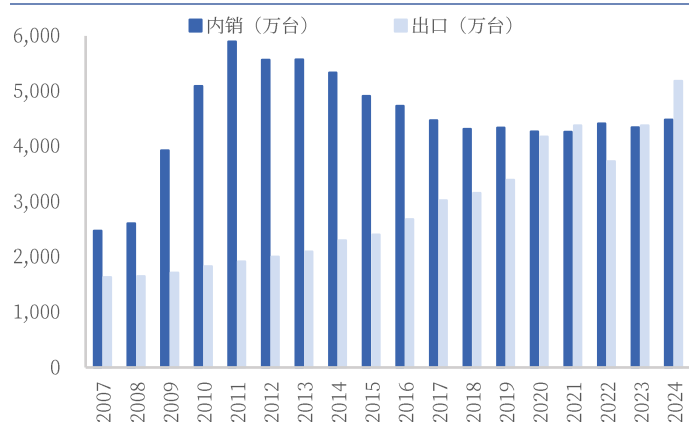


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

四、冰洗：受益于以旧换新政策拉动，内销延续改善

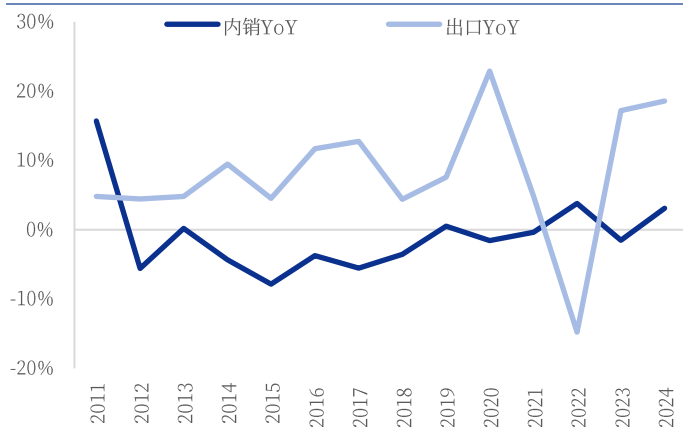
随着国内市场的高度普及，冰箱内销市场逐渐趋于饱和，消费以更新换代为主导。2024 年，受家电国补政策和以旧换新政策的推动，下半年起冰箱内销市场复苏，全年销量实现 3.11% 正增长，增速强势转正。出口方面，我国家电企业积极实现全球化布局，叠加近年来新兴市场国家需求释放明显，2024 年出口增长 18.59%，表现较为亮眼。

图37：冰箱年度累计销售规模



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

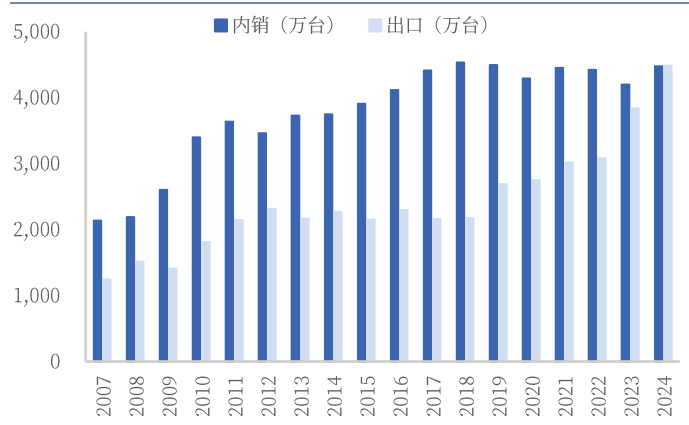
图38：冰箱累计内销、出口出货量同比增速



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

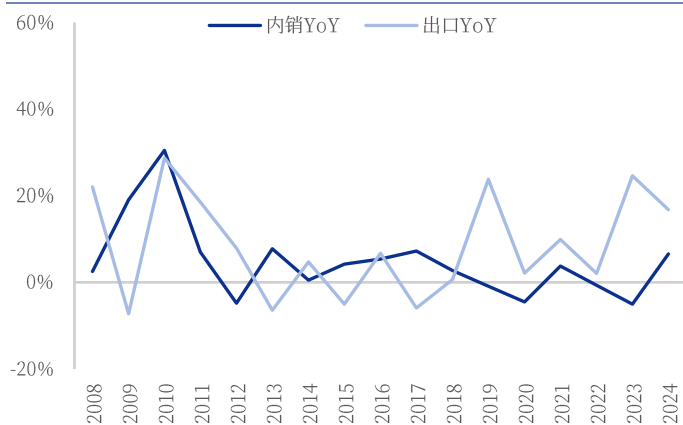
洗衣机品类方面，得益于以旧换新政策有效激活了潜在需求，叠加消费者偏好高品质、高效产品推动产品结构升级，2024 年洗衣机内销累计达 4,482 万台，同比增长 6.7%，创近年来最好增速。出口方面，我国洗衣机在技术、成本和批量化生产等方面具备优势，叠加海外市场的关税担忧促使商家提前备货，全年出口规模达 4511 万台，同比增长 17.33%。

图39：洗衣机年度累计销售规模变化



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图40：洗衣机累计内销、出口出货量同比增速

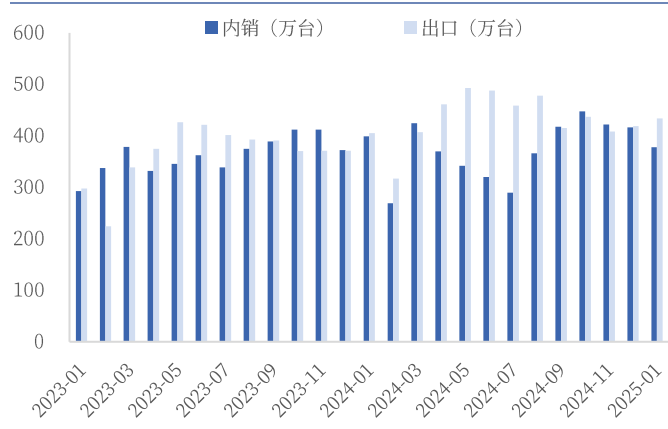


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

洗衣机出货景气逐步归于平淡，冰箱出货排产仍有亮点。从单月角度看，2025 年 1 月冰箱内外销分别为 378 万台和 434.2 万台，同比分别下滑-5.3%和+7.2%；洗衣机销量内外销分别为 380.5 和 382.3 万台，同比分别+0.04%和-7.2%。排产方面，2025 年 4 月至 6 月冰箱内销排产较去年出货实绩分别变化-12.6%/-8.7%/-5.7%，出口排产分别变化+5.3%/+0.5%/-2.7%，出口端较高景气有望延续；

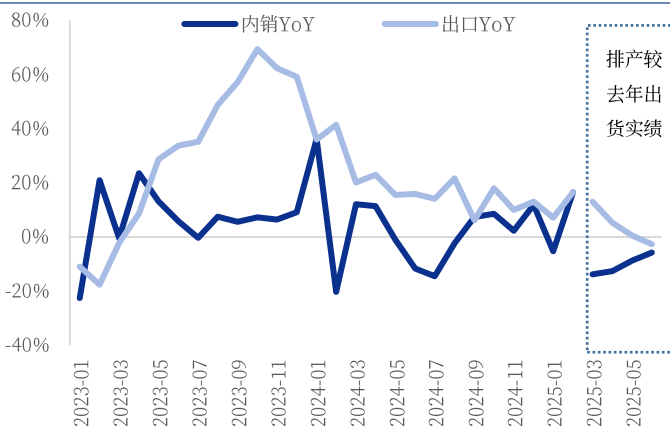
洗衣机内销排产较去年出货实绩分别变化-2.3%/+1.3%/+1.0%,出口排产分别变化-1.5%/3.4%/-0.9%, 后续冰洗出货表现有待观察。

图41: 冰箱月度销售规模



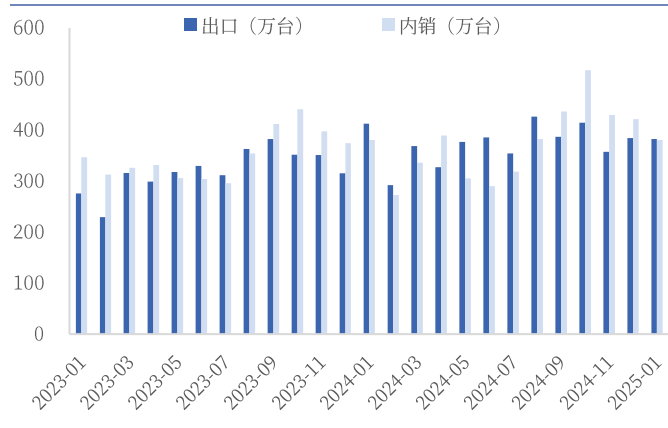
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图42: 冰箱月度内销、出口出货量同比增速及排产情况



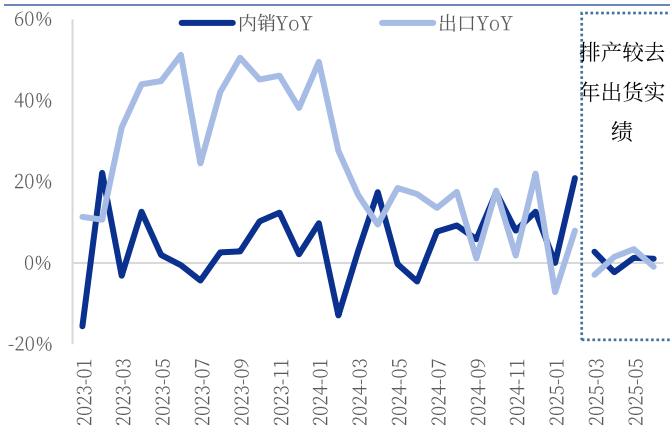
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图43: 洗衣机月度销售规模



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图44: 洗衣机月度内销、出口出货量同比增速及排产情况



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

针对部分消费者需要内衣、袜子分区洗的需求, 小米在 2024 年发布带一个小滚筒的分区洗洗衣机, 2025 年 3 月海尔统帅品牌发布带 2 个小滚筒的分区洗衣机, 且定价仅 4999 元, 和小米产品一致, 竞争优势明显。

图45: 海尔统帅三筒洗衣机



资料来源: 海尔京东旗舰店, 中国银河证券研究院

图46: 小米子母筒洗衣机



资料来源: 小米官网, 中国银河证券研究院

五、投资建议

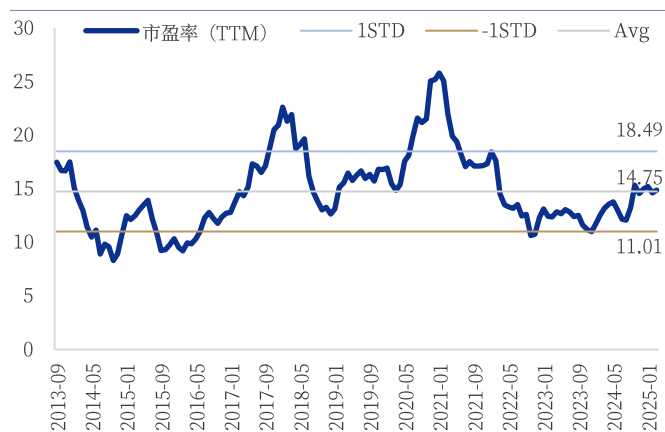
我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 4385/4711/5066 亿元，分别同比增长 7.2%/7.4%/7.5%，归母净利润 434/486/536 亿元，分别同比增长 12.5%/12.1%/10.2%，EPS 分别为 5.66 /6.35 /6.99 元每股，当前股价对应 13.6x/12.1x/11.0x P/E。考虑到公司偏低的估值水平，未来较高的分红收益率水平，维持“推荐”评级。

表4：主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	409,084	438,512	471,082	506,634
收入增长率%	9.5	7.2	7.4	7.5
归母净利润（百万元）	38,537	43,370	48,622	53,567
利润增速%	14.3	12.5	12.1	10.2
完全摊薄 EPS(元)	5.03	5.66	6.35	6.99
PE	15.3	13.6	12.1	11.0

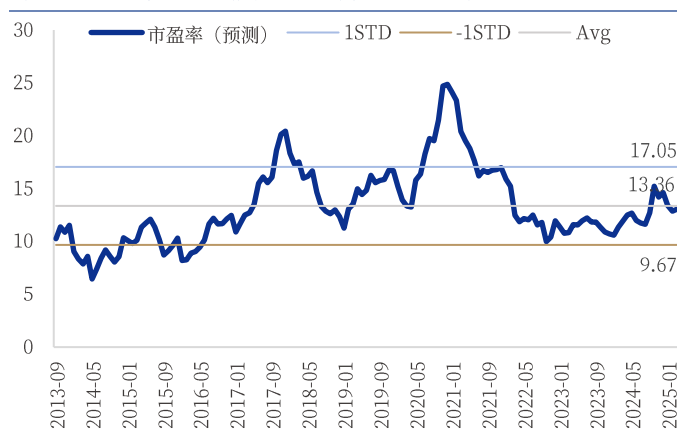
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图47：美的集团历史估值区间（市盈率 TTM）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图48：美的集团历史估值区间（市盈率 预测）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

六、风险提示

市场需求不及预期的风险、市场竞争加剧的风险。

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	389,064	392,258	432,065	466,907
现金	140,410	151,270	181,681	206,917
应收账款	35,799	35,312	37,935	40,799
其它应收款	2,077	3,112	3,344	3,596
预付账款	3,686	4,759	5,101	5,446
存货	63,339	54,937	58,885	62,868
其他	143,751	142,868	145,119	147,280
非流动资产	215,288	210,884	205,148	199,261
长期投资	5,223	5,823	5,823	5,823
固定资产	33,529	29,243	24,127	18,748
无形资产	17,009	17,025	17,035	17,035
其他	159,527	158,793	158,162	157,655
资产总计	604,352	603,142	637,213	666,168
流动负债	351,820	340,584	360,971	373,748
短期借款	31,009	39,430	45,925	45,925
应付账款	92,800	79,891	85,632	91,424
其他	228,011	221,264	229,414	236,400
非流动负债	24,865	21,865	20,865	20,865
长期借款	10,492	7,492	6,492	6,492
其他	14,373	14,373	14,373	14,373
负债合计	376,684	362,449	381,836	394,613
少数股东权益	10,917	11,004	11,102	11,209
归属母公司股东权益	216,750	229,689	244,276	260,346
负债和股东权益	604,352	603,142	637,213	666,168
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	60,512	36,283	58,133	63,709
净利润	38,757	43,456	48,720	53,675
折旧摊销	0	6,180	6,291	6,387
财务费用	-4,026	1,160	1,249	1,299
投资损失	-1,443	-655	-703	-756
营运资金变动	29,004	-13,655	2,767	3,172
其它	-1,781	-203	-191	-67
投资活动现金流	-87,902	746	2,067	324
资本支出	-6,879	-1,109	-476	-433
长期投资	-85,000	1,200	1,840	0
其他	3,977	655	703	756
筹资活动现金流	22,698	-26,093	-29,789	-38,796
短期借款	22,189	8,421	6,495	0
长期借款	-35,647	-3,000	-1,000	0
其他	36,156	-31,514	-35,284	-38,796
现金净增加额	-4,769	10,859	30,411	25,237

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	409,084	438,512	471,082	506,634
营业成本	299,590	314,906	337,536	360,367
营业税金及附加	2,120	2,131	2,290	2,462
营业费用	38,754	43,213	45,954	49,272
管理费用	14,506	15,714	16,881	17,500
财务费用	-3,329	-2,951	-4,533	-3,243
资产减值损失	-1,008	36	30	0
公允价值变动收益	1,302	136	112	0
投资净收益	1,443	655	703	756
营业利润	46,394	51,747	58,137	64,188
营业外收入	500	481	495	510
营业外支出	204	494	494	494
利润总额	46,690	51,734	58,138	64,204
所得税	7,933	8,277	9,418	10,529
净利润	38,757	43,456	48,720	53,675
少数股东损益	220	87	97	107
归属母公司净利润	38,537	43,370	48,622	53,567
EBITDA	43,360	54,963	59,897	67,348
完全摊薄 EPS（元）	5.03	5.66	6.35	6.99

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增速	9.5%	7.2%	7.4%	7.5%
营业利润增速	15.1%	11.5%	12.3%	10.4%
归母净利润增速	14.3%	12.5%	12.1%	10.2%
毛利率	26.4%	27.9%	28.0%	28.6%
净利率	9.5%	9.9%	10.4%	10.6%
ROE	17.8%	18.9%	19.9%	20.6%
ROIC	11.5%	12.3%	12.7%	13.8%
资产负债率	62.3%	60.1%	59.9%	59.2%
净负债比率	-23.8%	-24.8%	-33.1%	-40.4%
流动比率	1.11	1.15	1.20	1.25
速动比率	0.60	0.64	0.70	0.76
总资产周转率	0.75	0.73	0.76	0.78
应收账款周转率	11.86	12.28	12.80	12.81
应付账款周转率	3.62	3.65	4.08	4.07
每股收益	5.03	5.66	6.35	6.99
每股经营现金	7.90	4.74	7.59	8.32
每股净资产	28.30	29.98	31.89	33.99
P/E	15.28	13.58	12.11	10.99
P/B	2.72	2.56	2.41	2.26
EV/EBITDA	12.03	9.63	8.42	7.11
P/S	1.45	1.35	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。

刘立思，家电和轻工行业分析师。中央财经大学本硕，2022 年加入中国银河证券研究院，主要从事家电和轻工行业研究工作。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	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
	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
行业评级	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