

大象起舞，全球化和 2B 转型卓有成效

2025 年 4 月 29 日

核心观点

- **公司公告：**2025Q1 营业总收入 1284 亿元，同比+20.6%；归母净利润 124.22 亿元，同比+38.0%。公司近年重点布局 2B 业务，消费电器海外业务效果显著，带动公司业绩超预期。同时公布计划分拆子公司安得智联赴港上市。
- **全球最大消费电器龙头转型卓有成效：**1) 美的多年前就致力于向 2B 业务转型，以及大力拓展海外消费电器业务。中国消费市场基本成熟，业务成长性不高。2025 年一季度，公司收入增长主要来自于 2B 业务以及消费电器海外业务增长。2) 2025Q1，新能源及工业技术 111 亿元，同比+45%，主要受益于储能、分布式光伏、汽车零配件的快速增长；智能建筑科技 99 亿元，同比+20%，当期完成对欧洲 Arbonia 气候业务、东芝电梯中国控股股权的收购，布局更为完善；机器人与自动化 73 亿元，同比+9%，近些年 KUKA 发展不佳，但中国区竞争力提升明显，报告期 KUKA 中国区订单同比增长超 35%。面对 AI+发展趋势，美的推进 AI 与工业机器人融合，自主研发人形机器人零部件。
- **消费电器海外快速增长，空调表现亮眼：**1) 2025Q1 消费电器增长约 20%（按总收入剔除 2B 业务测算），我们预计海外增长明显高于国内增长。海外市场，美的为代表的中国企业竞争优势明显。2) 海外各地区呈现高增长，其中北美地区受预期影响，2025Q1 出现补库存导致的高增长。近些年，美的大力发展 OBM 海外产业链布局（渠道/售后/物流），推动 OBM 业务快速发展。2025Q1，海外电商销售同比增长超 50%。空调作为美的强势品类，海外市占率迅速提升。3) 市场关切美国关税负面影响。公司美国业务占总收入不足 10%。美的生产基地全球分布，东南亚、埃及、巴西等工厂积极承接美国订单，预计到三季度美国需求可基本由海外工厂供货。美的通过全球化供应链布局应对美国关税风险，是中国家电企业典型应对方式。
- **中国空调市场二季度竞争将加剧：**1) 近几年，美的关注提升空调品牌溢价，空调行业竞争格局较好，整体盈利能力提升。2) 3 月以来，空调市场零售价格开始下行，被市场解读为价格竞争加剧。美的华凌品牌开始降价发力，我们预计美的接下来的策略将是提升市场份额。3) 借鉴 2019 年的经验，美的的降价基于效率提升，当时美的维持了公司营业利润率的稳定。接下来将是考验空调企业效率提升的一场竞赛。4) 美的善于学习，与时俱进。2025 年初以来公司高管活跃于自媒体，向小米学习粉丝运作，提升 DTC 能力。
- **公司关注股东回报，**2024 年分红率提升至 69.6%，处于行业较高水平。此外，继 2025 年 3 月公告 50-100 亿元回购方案，2025 年 4 月追加新的 15-30 亿元回购方案。
- **投资建议：**我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 4556/4882/5237 亿元，分别同比增长 11.4%/7.2%/7.3%，归母净利润 441/492/546 亿元，分别同比增长 14.6%/11.5%/11.0%，EPS 分别为 5.76 /6.42 /7.13 元每股，当前股价对应 12.9x/11.6x/10.4x 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：**美国关税风险、市场竞争加剧的风险。

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

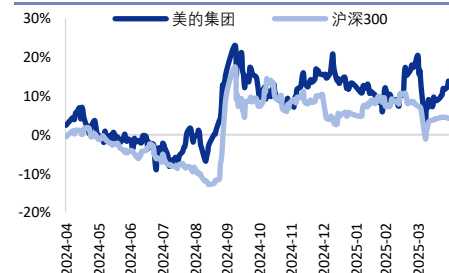
分析师登记编码：S0130520050005

市场数据

2025-4-29

股票代码	000333.SZ
A 股收盘价(元)	74.20
上证指数	3,286.65
总股本(万股)	766,391
实际流通 A 股(万股)	690,056
流通 A 股市值(亿元)	5,120.22

相对沪深 300 表现图



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	409,084	455,615	488,208	523,709
收入增长率%	9.5	11.4	7.2	7.3
归母净利润(百万元)	38,537	44,148	49,208	54,619
利润增速%	14.3	14.6	11.5	11.0
完全摊薄 EPS(元)	5.03	5.76	6.42	7.13
PE	14.8	12.9	11.6	10.4

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%

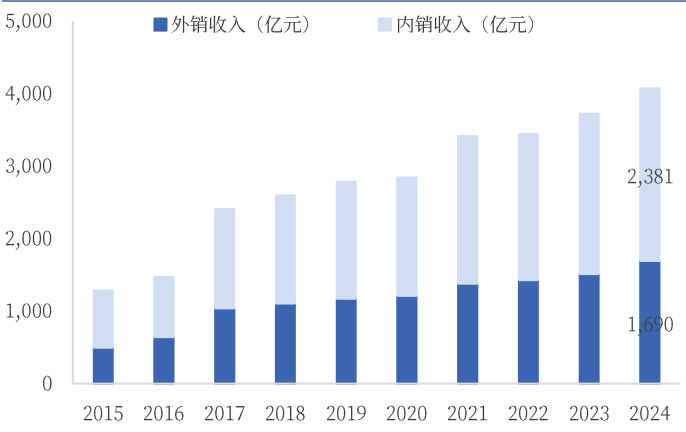
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

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

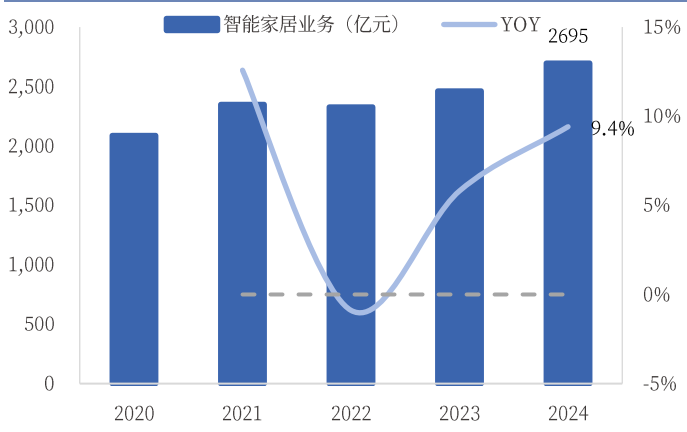
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图1：公司年度营业收入（按内外销）



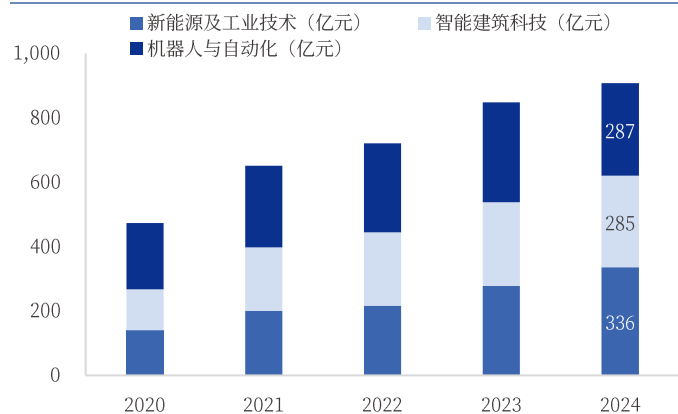
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：公司智能家居业务收入



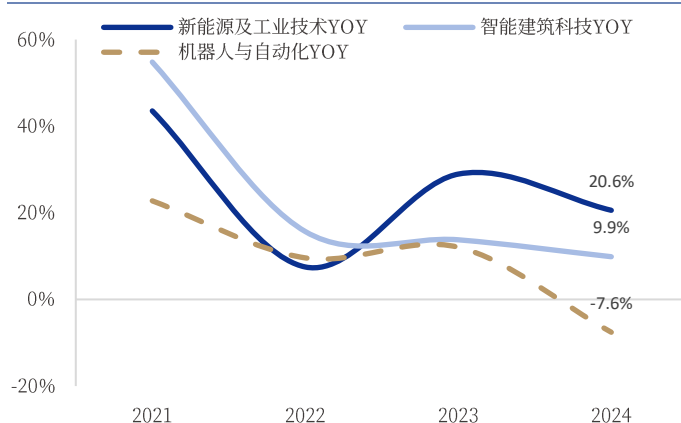
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图3：公司商业及工业解决方案拆分



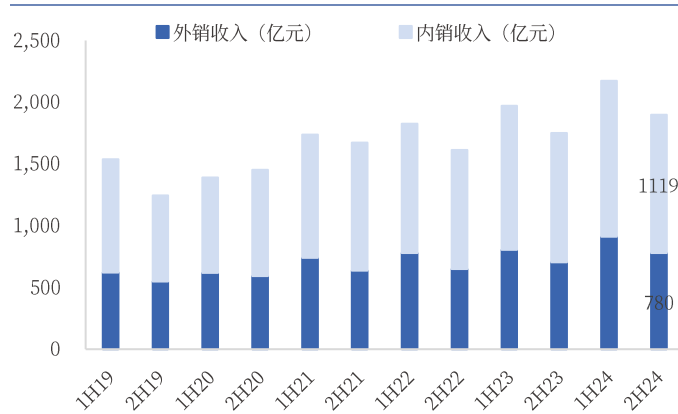
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：公司商业及工业解决方案拆分 YOY



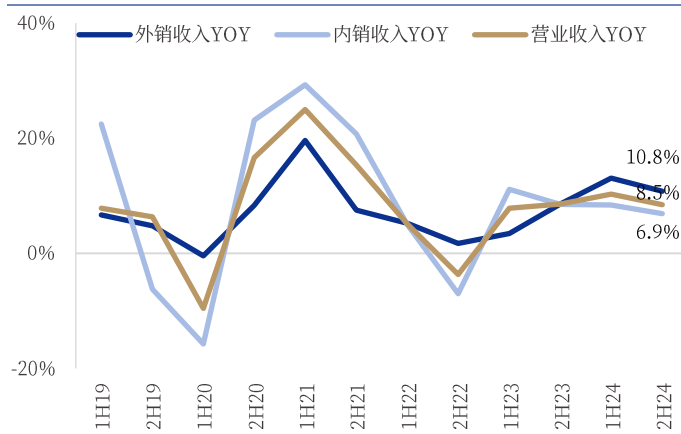
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

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

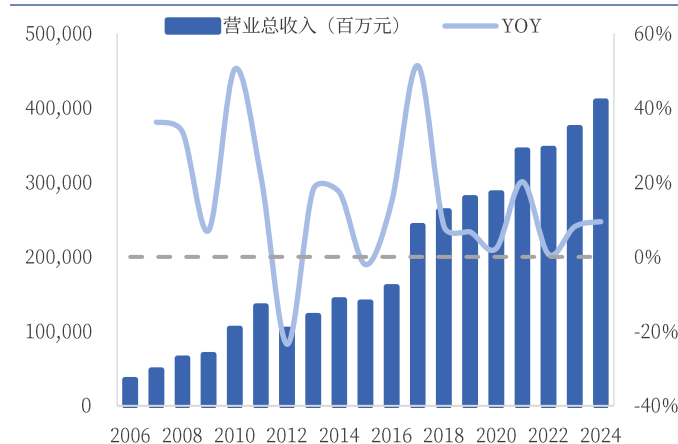


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）公司主要财务

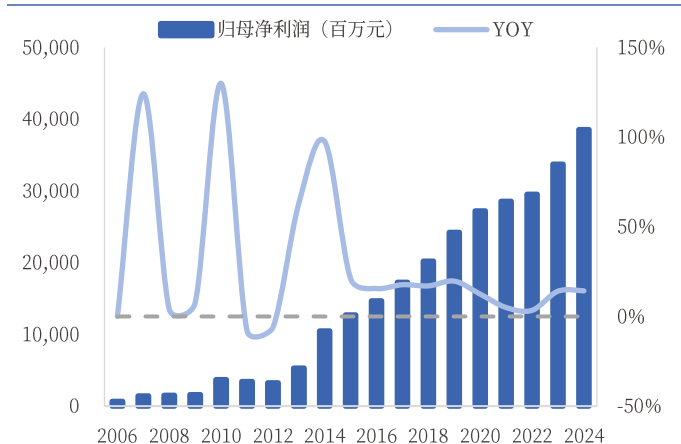
2024 年，公司实现营业总收入 4091 亿元，同比+9.5%；归母净利润 385 亿元，同比+14.3%。

图7：公司年度营业总收入及 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

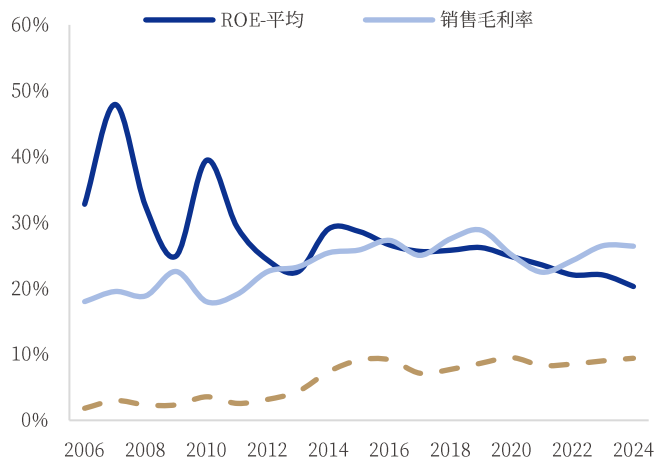
图8：公司年度归属于母公司净利润及 YOY



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

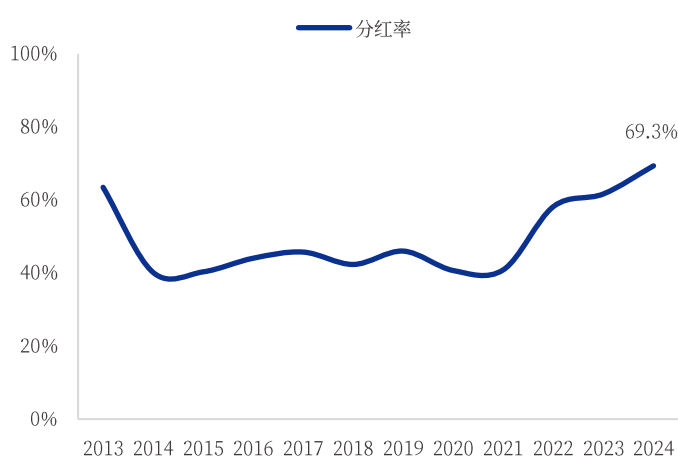
2024 年, 公司 ROE 平均为 20.3%, 毛利率为 26.4%, 归母净利润率为 9.4%, 分红率为 69.3%。

图9: 公司年度 ROE-平均、销售毛利率、归母净利润率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

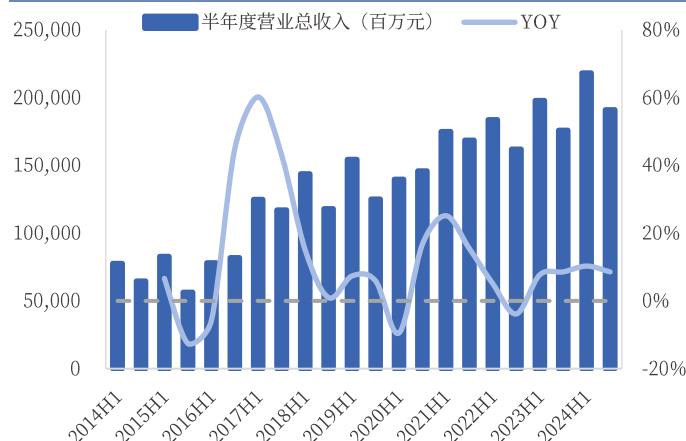
图10: 公司年度分红率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

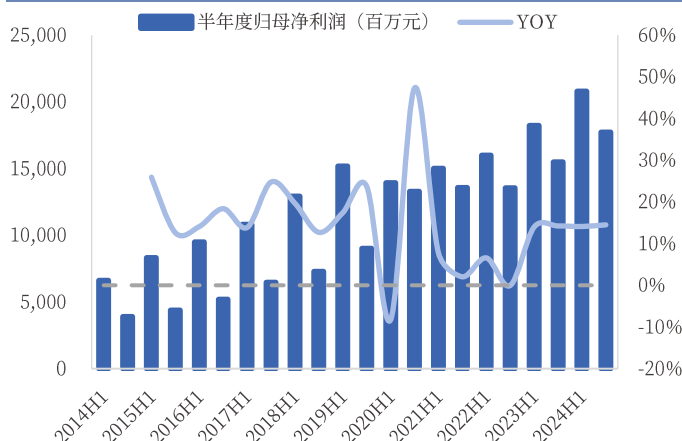
公司于 24H1/24H2 分别实现营业总收入 2181/1910 亿元, 分别同比+10.3%/+8.6%; 归母净利润 208/177 亿元, 分别同比+14.1%/+14.5%。

图11: 公司半年度营业总收入及 YOY



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

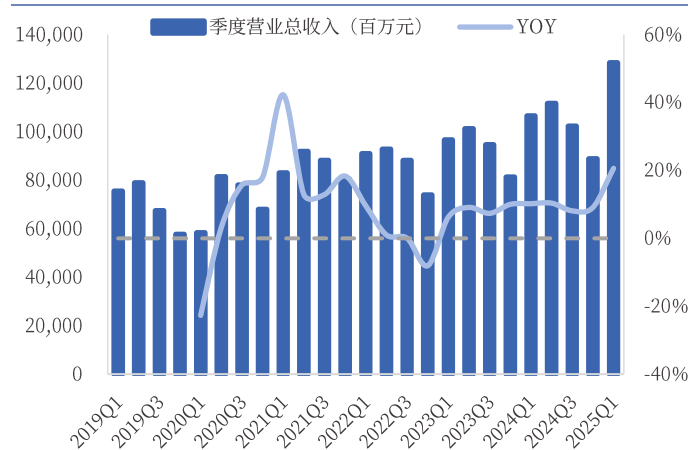
图12: 公司半年度归母净利润及 YOY



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

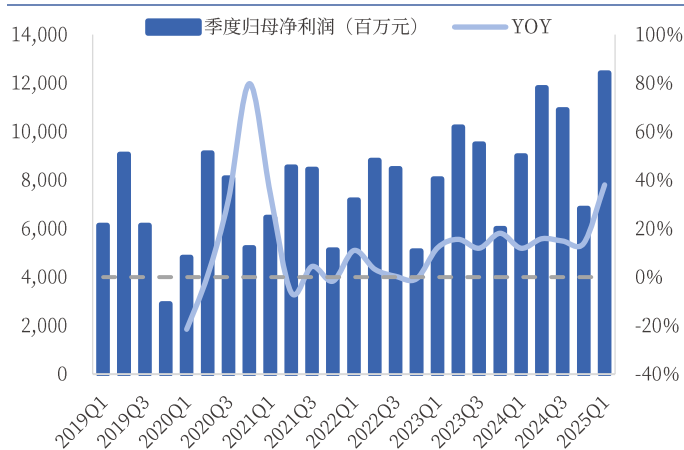
公司于 24Q1/24Q2/24Q3/24Q4/25Q1 分别实现营业总收入 1065/1116/1022/887/1284 亿元, 分别同比+10.2%/+10.4%/+8.1%/+9.1%/+20.6%; 归母净利润 90/118/109/68/124 亿元, 分别同比+11.9%/+15.8%/+14.9%/+13.9%/+38.0%。

图13: 公司季度营业总收入及 YOY



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图14: 公司季度归母净利润及 YOY



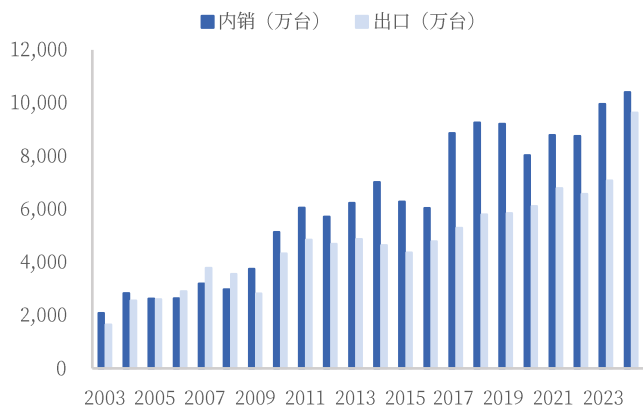
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

二、暖通空调产业继续增长

（一）家用空调：2024 年家用空调内外销高景气

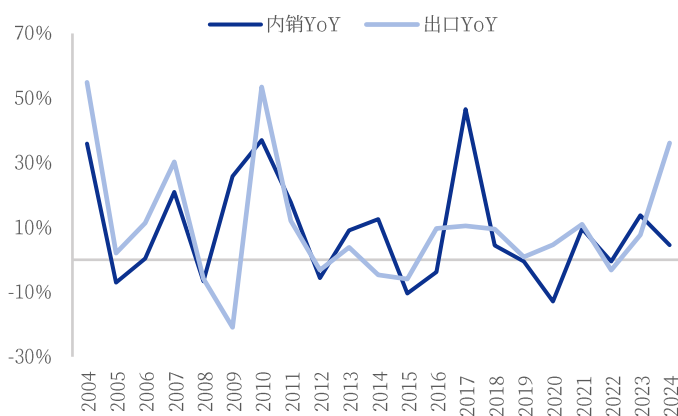
2024 年家用空调是景气的一年。内销在 2024 年第四季度受益于国家补贴政策刺激，全年实现增长。产业在线数据，2024 年家用空调累计内销规模达 10415 万台，同比增长 4.57%，其中 4Q2024 内销量同比+24%，政策拉动效果显著。出口方面，2024 年出口 9641 万台，同比增长 36.08%，表现超预期。

图15：空调年度内销和出口规模



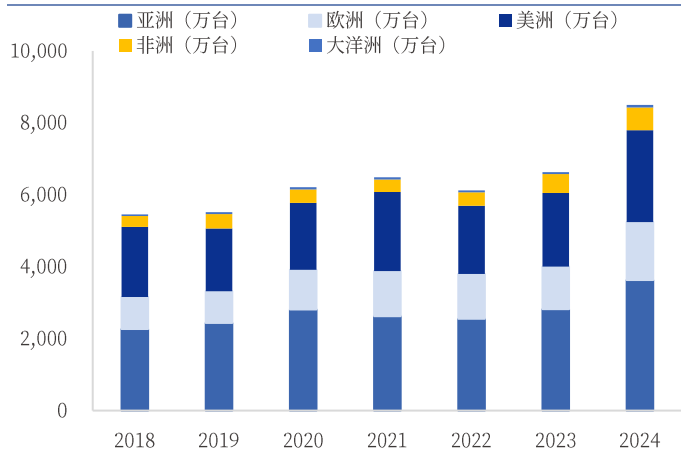
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图16：空调年度内销、出口出货量同比增速



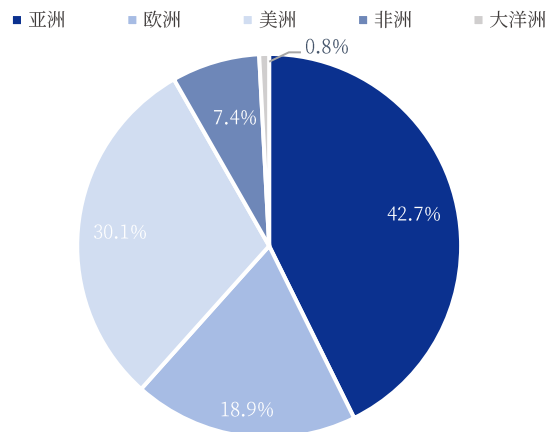
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图17：中国家用空调分区域出口出货量



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图18：中国家用空调出口出货量区域结构（2024 年）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（二）1Q2025 家用空调内销市场持续增长，但竞争加剧

空调内销保持增长，行业对 2Q25 内销出货预期乐观。 1) 相比 4Q2024 以旧换新刚推行的时期，零售增速放缓，但依然保持增长。AVC 零售监测，1Q25 空调推总零售额同比-1.9%。产业在线数据，2025 年 3 月空调内销出货量 1278 万台，同比+3.5%；1Q25 同比+6.2%。2) 行业对未来一个季度的空调内销需求抱有期待。当前市场有国家补贴，且 2024 年 4-7 月空调内销零售需求偏弱，基数较低。产业在线数据，4 月、5 月、6 月、7 月内销排产分别较 2024 年同期出货实绩增长 9.1%、15.40%、28.80%、36.70%。

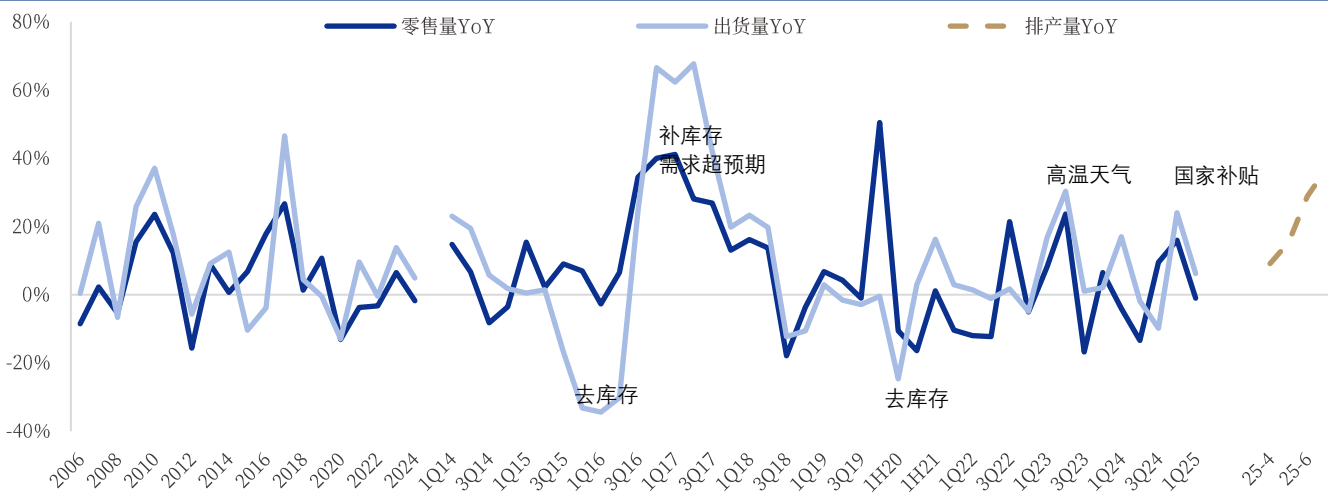
空调线上竞争加剧，但小米带来的竞争压力趋缓。

1) 2023 年以来，空调市场竞争格局较好，空调一线二线公司普遍盈利能力改善明显，且处于较高的水平。

2) 2025 年政府为消费品以旧换新准备 3000 亿元特别长期国债，按照 2024 年的补贴消耗速度，预计可支撑到 2025 年第三季度。为获得更多的补贴，空调企业已经开始争夺市场份额，空调零售价格开始下行。2024 年 9 月受益国家补贴，空调线上线下销售结构改善，零售价格同比开始上涨。2025 年 3 月，空调线下零售均价同比上涨幅度较 2024 年 9~12 月缩窄，空调线上性价比机型增加，线上零售均价同比小幅下降。

3) 小米空调自 2024 年 5 月之前份额持续上升，5 月以来市场份额稳定。2024 年 9 月起，小米致力于改善销售结构，产品性价比下降，线上零售均价明显提升。1Q25，受益于零售量份额以及当前均价明显提升，1Q25 小米线上空调零售额同比+84%。由于不再具有低同比基数，我们预计 2Q25 开始增速将明显放缓。

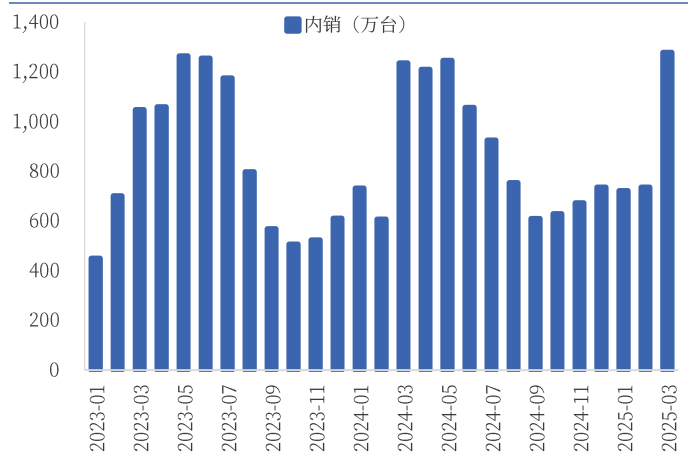
图19：中国家用空调市场零售量与出货量周期



资料来源：产业在线，奥维云网 AVC，中国银河证券研究院

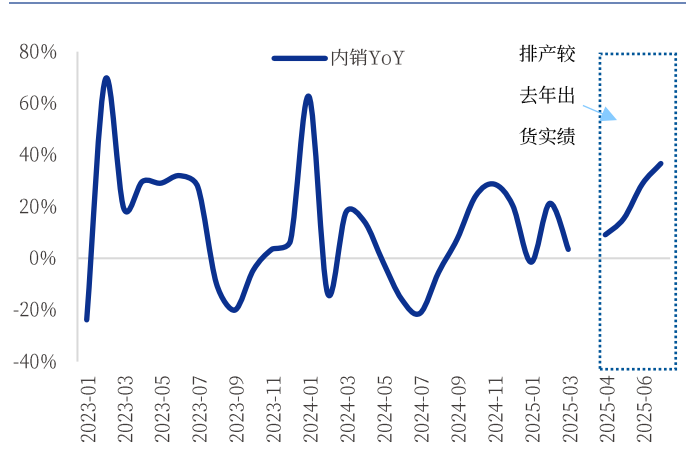
备注：排产量 YOY 指内销排产较去年同期内销出货实绩变化

图20: 家用空调内销出货量 (单月)



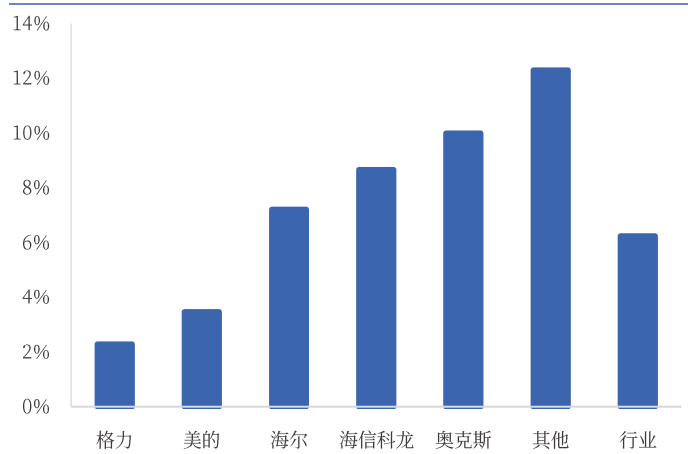
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图21: 家用空调内销出货量及排产同比增速 (单月)



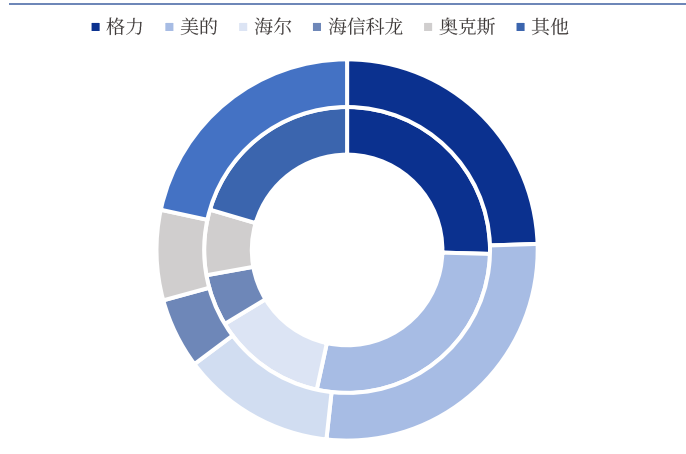
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图22: 家用空调主要品牌内销出货量增速 (25Q1)



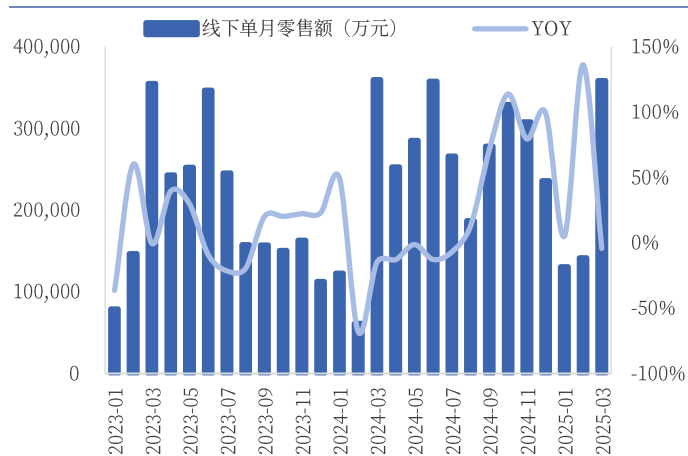
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图23: 家用空调主要品牌内销出货量份额 (外 25Q1, 内 24Q1)



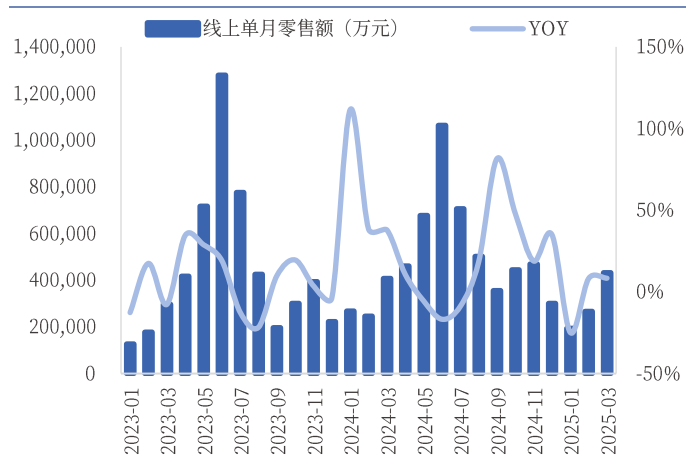
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图24: 空调线下零售市场零售额监测 (单月)



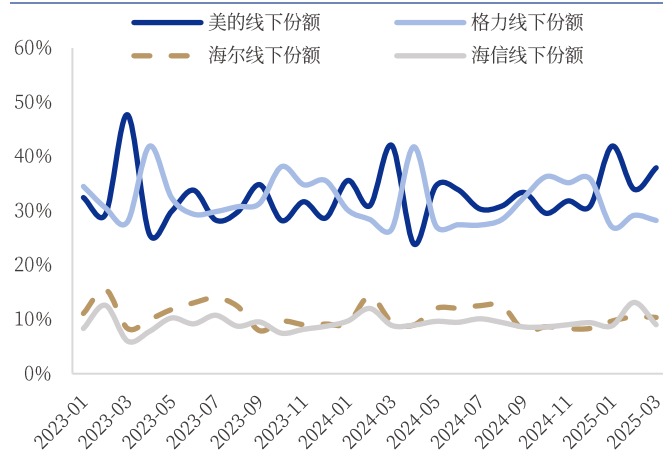
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图25: 空调线上零售市场零售额监测 (单月)



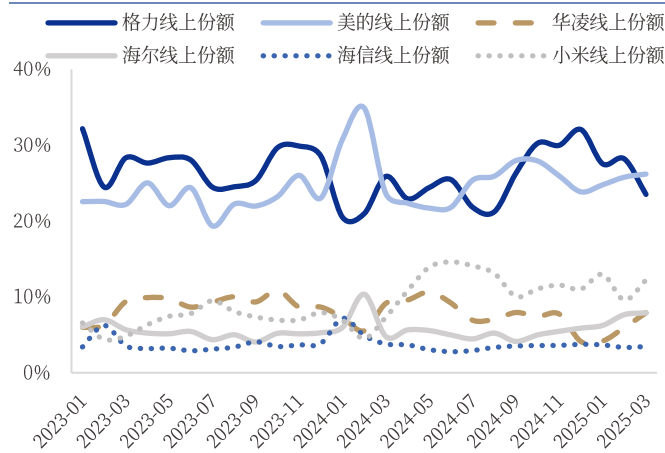
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图26: 空调线下零售市场主要品牌零售额份额 (单月)



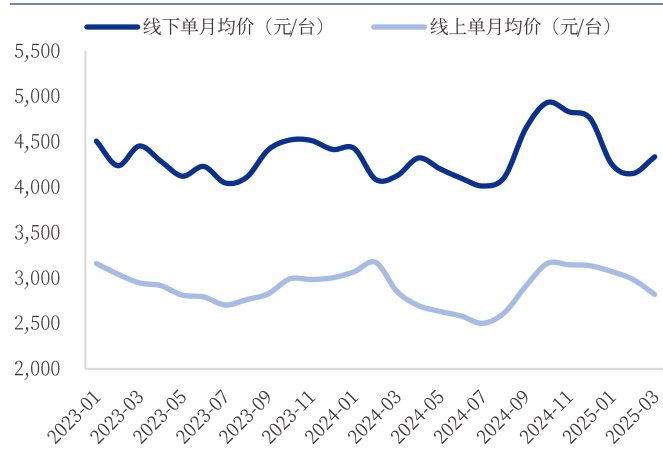
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图27: 空调线上零售市场主要品牌零售额份额 (单月)



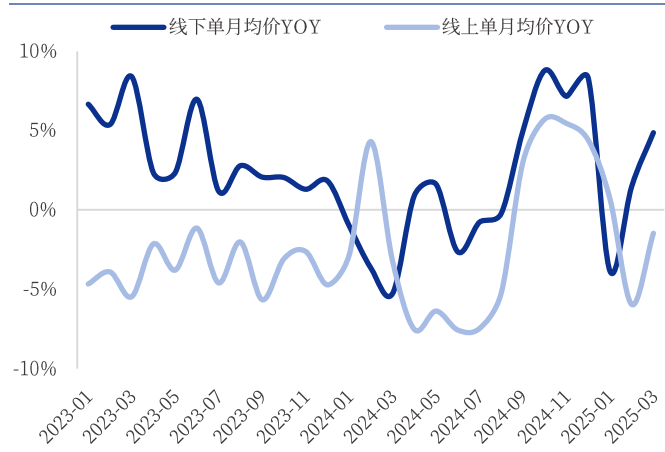
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图28: 空调线下、线上零售均价 (单月)



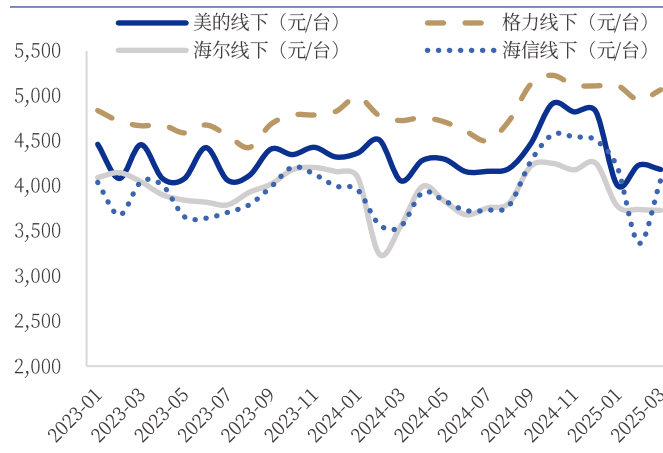
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图29: 空调线下、线上零售均价同比增长率 (单月)



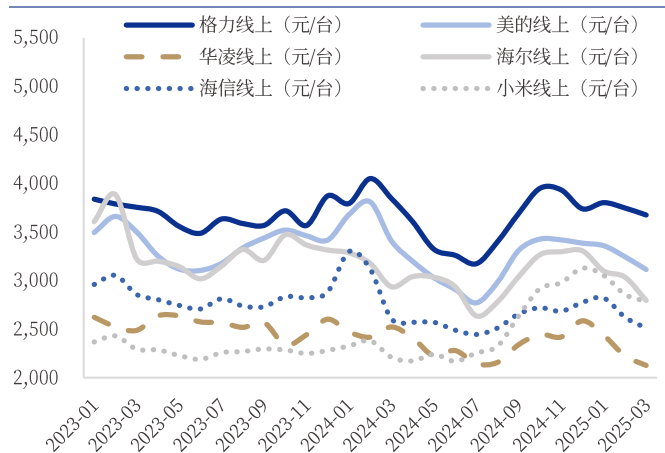
资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图30: 空调线下零售市场主要品牌零售均价 (单月)



资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

图31: 空调线上零售市场主要品牌零售均价 (单月)



资料来源: AVC, 中国银河证券研究院

（三）1Q2025 家用空调出口增长依然快，对美国订单基本暂停

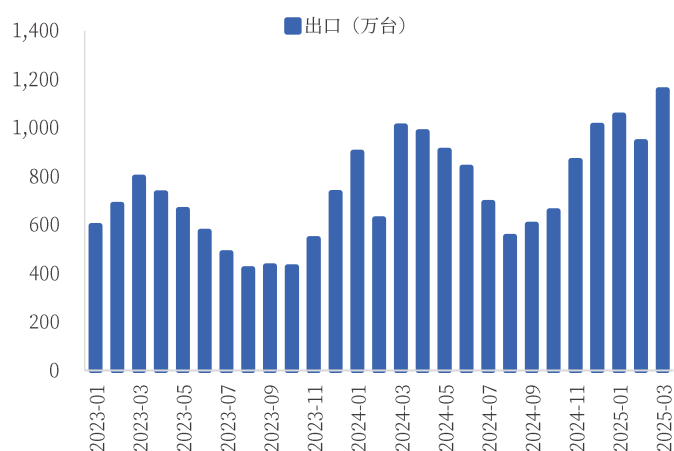
空调出口未来很快会下滑，但更需关注企业海外生产基地。

1) 2024 年以来空调出口持续超预期。产业在线数据，2024 年、1Q25 空调出口出货量分别同比+36.1%、+24.5%。

2) 由于同比基数快速提升，以及针对美国的出口订单向泰国的转移，产业在线数据，4、5、6、7 月空调出口排产量较去年出货实绩分别+7.50%、-1.60%、-12.00%、-16.70%。

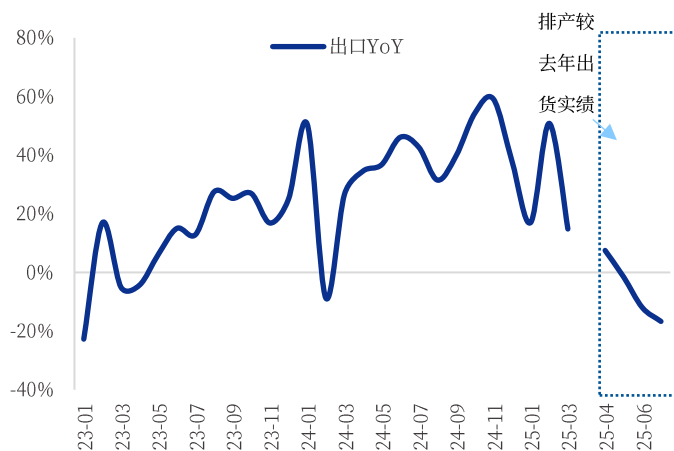
3) 美的等空调龙头已具备海外生产能力，其中泰国是除中国外主要的空调生产基地。2024 年美国空调类产品（SITC 7415）进口中从泰国进口占 8.8%，我们预计未来中国对美出口订单大部分将转移到泰国。美国关税风险有一定影响，但对于优质上市公司，海外供应链建设能够对冲风险。

图32：家用空调出口出货量（单月）



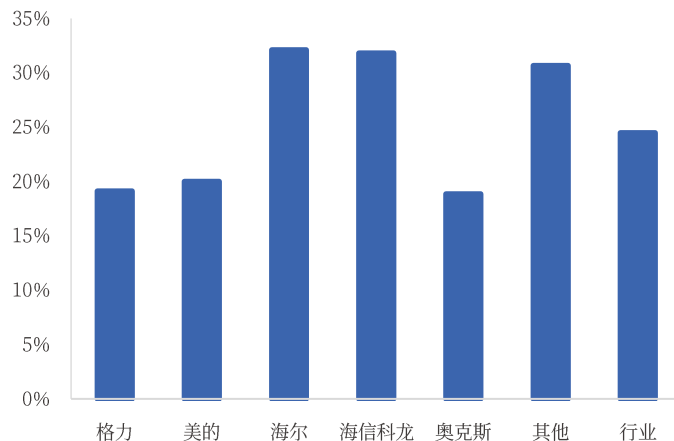
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图33：家用空调出口出货量及排产同比增速（单月）



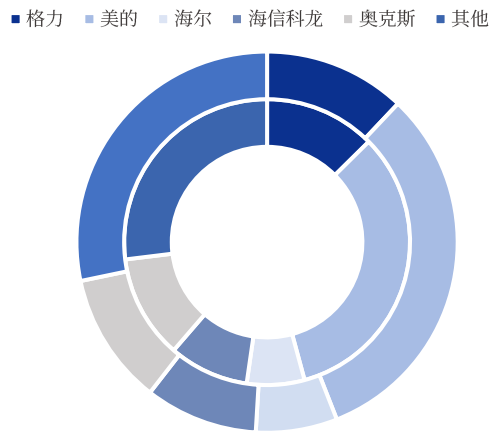
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图34：家用空调主要品牌出口出货量增速（25Q1）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图35：家用空调主要品牌出口出货量份额（外 25Q1，内 24Q1）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

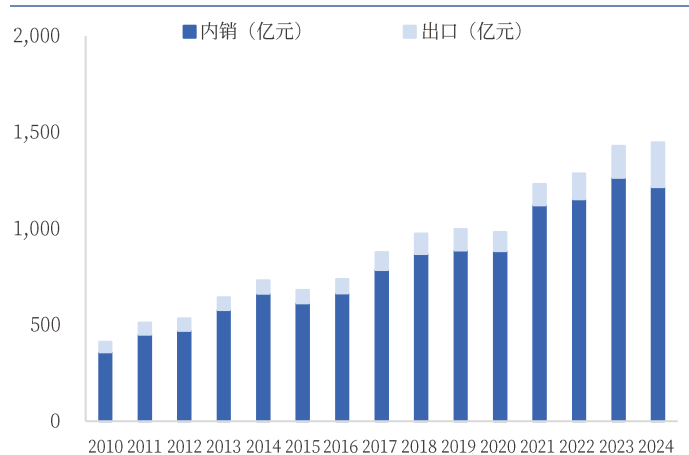
（四）中央空调内销有压力，但出口持续保持增长

中央空调内销受房地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓负面影响。产业在线数据，2024 年中央

空调内销额 1215 亿元，同比下滑 3.8%，主要系房地产市场持续低迷，工业投资步伐放缓，中央空调终端需求疲弱；2025 年 1-2 月中央空调内销规模为 189 亿元，同比增长 5.7%，内销有所复苏。

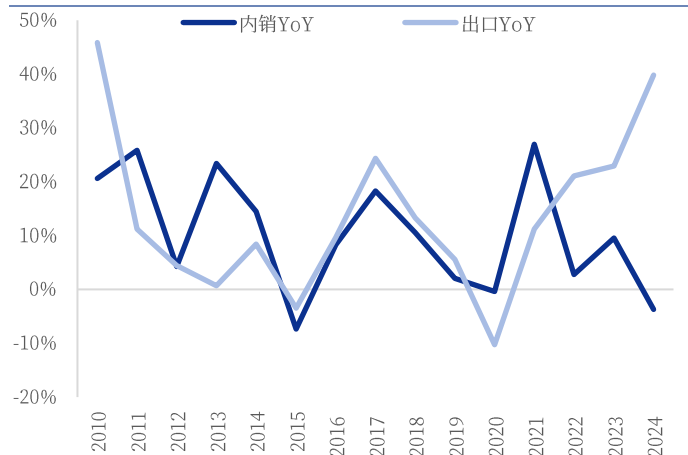
中国企业全球竞争力提升，份额提升带动出口近年较好增长。产业在线数据，2024 年中央空调出口额达 232 亿元，同比增长 39.8%；2025 年 1-2 月，出口销售额达 34 亿元，同比增长 31.2%，表现延续强劲。

图36：中央空调内销、出口规模（年度）



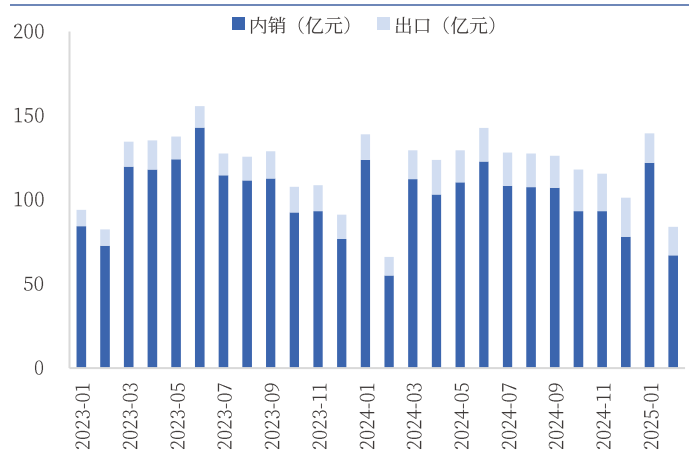
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图37：中央空调内销、出口规模同比增速（年度）



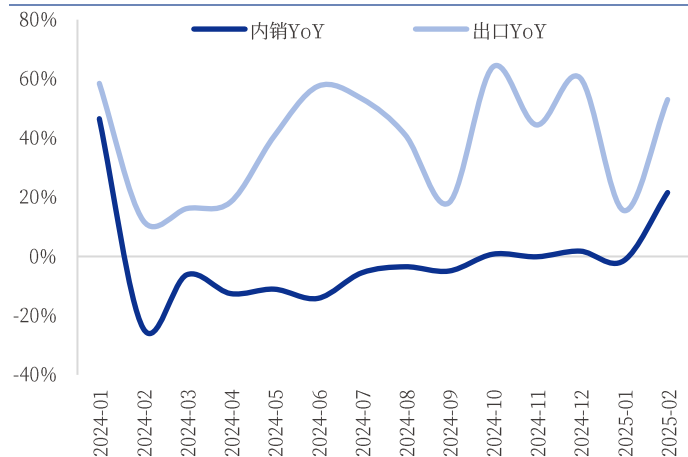
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图38：中央空调内销、出口规模（月度）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图39：中央空调内销、出口规模同比增速（月度）



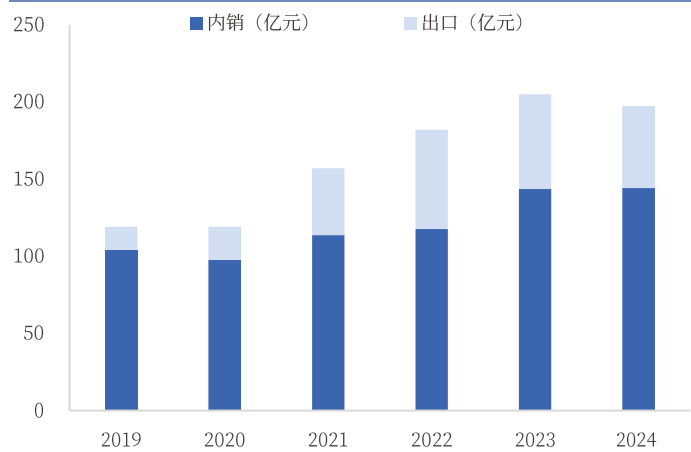
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

（五）国内推动热泵行业高质量发展，出口见底反弹

内销方面，有望受益于利好政策发布。2025 年 4 月 2 日，国家发展改革委等部门联合印发了《推动热泵行业高质量发展行动方案》，政策重视热泵在国内建筑、工业、农业、交通等重点领域应用，提出到 2030 年重点热泵产品能效提升 20% 以上，大功率高温热泵、高效压缩机、新型制冷剂核心技术将取得突破。根据产业在线数据，2024 年热泵内销额达 144 亿元，同比微增 0.4%；2025 年 1-2 月内销额达 23 亿元，同比增长 38.7%。随着政策发力，国内热泵销售有望得到支撑，对应 1000 亿级市场空间。

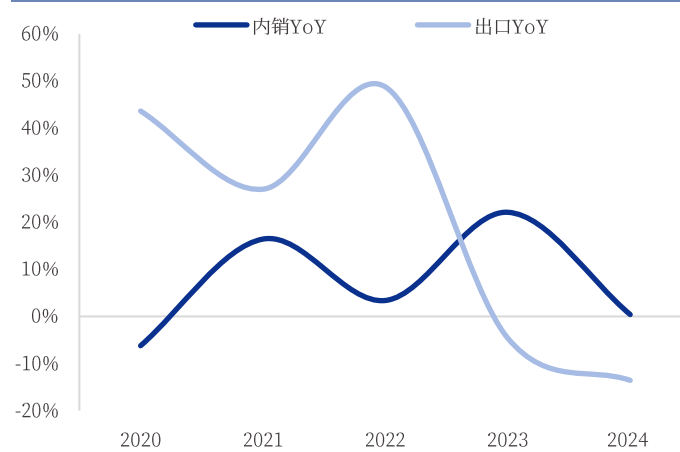
出口方面,欧洲热泵补贴政策的剧烈波动,导致热泵出口过去两年面临大力度去库存周期。2024年下半年起,欧美热泵逐步走出去库周期,单月增速逐步改善。由于同比基数偏低,2025年,1-2月热泵出口同比增长11.9%。展望未来,预计随着欧洲部分国家补贴重启,热泵出口有望延续改善。

图40: 热泵内销、出口规模(年度)



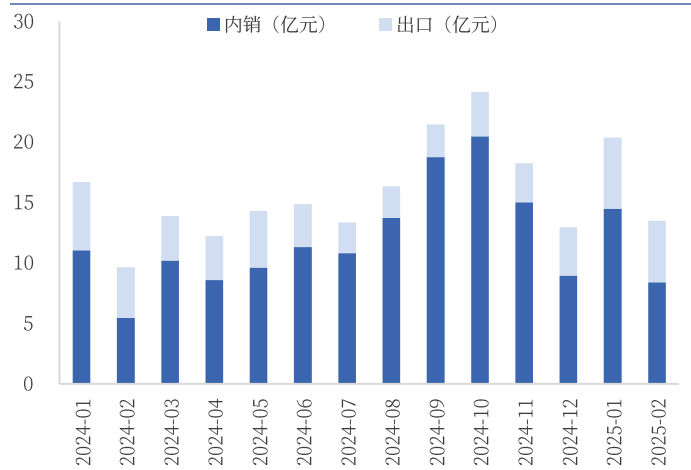
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图41: 热泵内销、出口规模同比增速(年度)



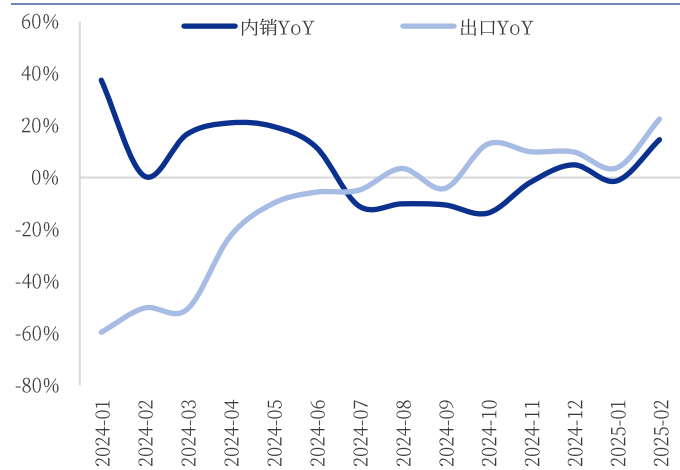
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图42: 热泵内销、出口规模(月度)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图43: 热泵内销、出口规模同比增速(月度)

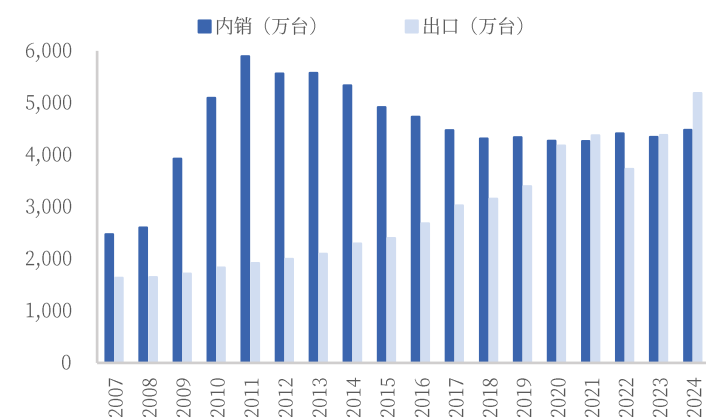


资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

三、冰洗：受益于以旧换新政策拉动，内销延续改善

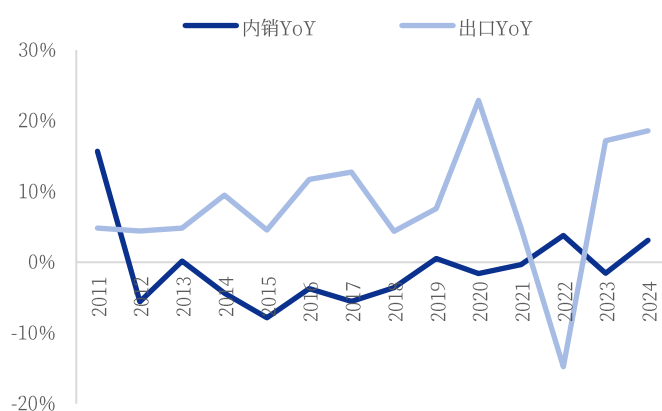
随着国内市场的高度普及，冰箱内销市场逐渐趋于饱和，消费以更新换代为主导。2024 年，受家电国补政策和以旧换新政策的推动，下半年起冰箱内销市场复苏，全年销量实现 3.11% 正增长，增速强势转正。出口方面，我国家电企业积极实现全球化布局，叠加近年来新兴市场国家需求释放明显，2024 年出口增长 18.59%，表现较为亮眼。

图44：冰箱年度累计销售规模（万台）



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

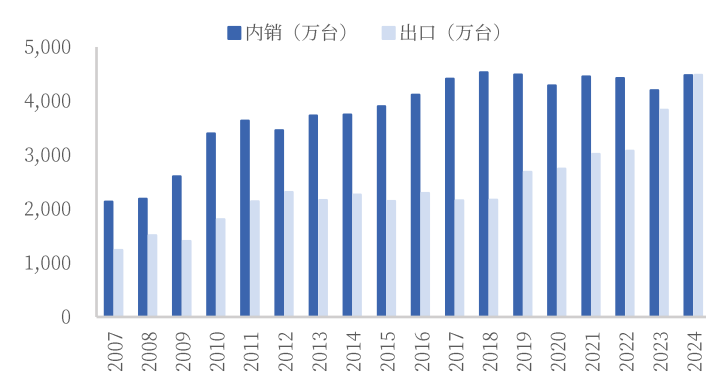
图45：冰箱累计内销、出口出货量同比增速



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

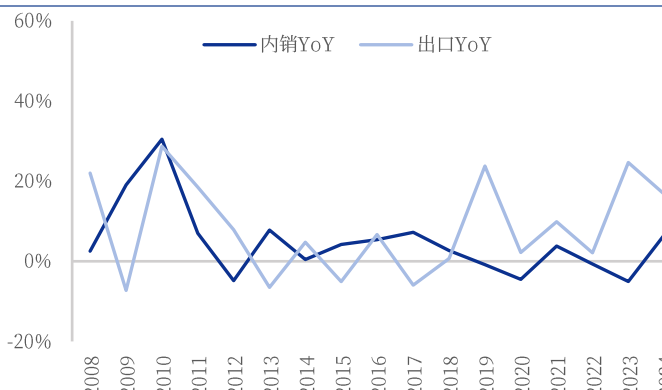
洗衣机品类方面，得益于以旧换新政策有效激活了潜在需求，叠加消费者偏好高品质、高能效产品推动产品结构升级，2024 年洗衣机内销累计达 4,482 万台，同比增长 6.7%，创近年来最好增速。出口方面，我国洗衣机在技术、成本和批量化生产等方面具备优势，叠加海外市场的关税担忧促使商家提前备货，全年出口规模达 4511 万台，同比增长 17.33%。

图46：洗衣机年度累计销售规模（万台）变化



资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图47：洗衣机累计内销、出口出货量同比增速

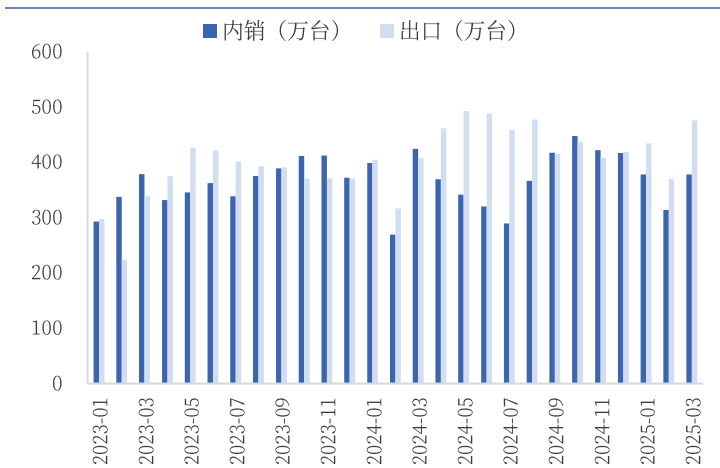


资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

冰箱洗衣机内销排产景气度低于空调。2025 年 4 月至 7 月冰箱内销排产较去年出货实绩分别同比 -4.80%/-3.40%/+1.80%/+4.90%，洗衣机内销排产较去年出货实绩分别同比 +5.90%/+4.60%/+1.00%/-0.20%。

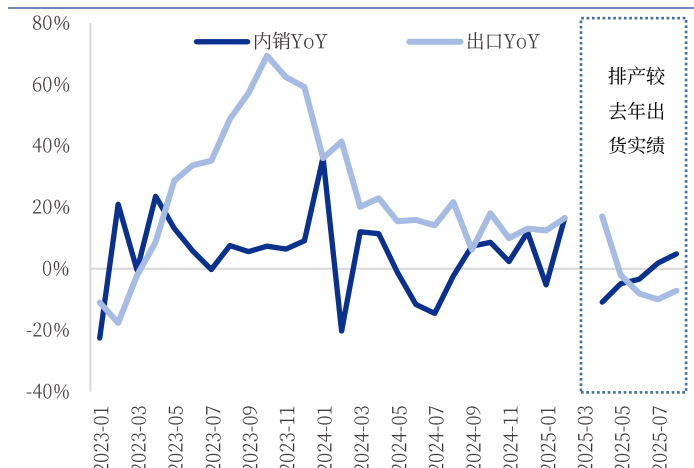
但冰箱洗衣机出口排产情况好于空调。2025 年 4 月至 7 月冰箱出口排产较去年出货实绩分别同比 -2.00%/-8.10%/-9.90%/-7.10%，洗衣机出口排产较去年出货实绩分别同比 +1.50%/+3.40%/-0.90%/4.50%。

图48：冰箱月度销售规模



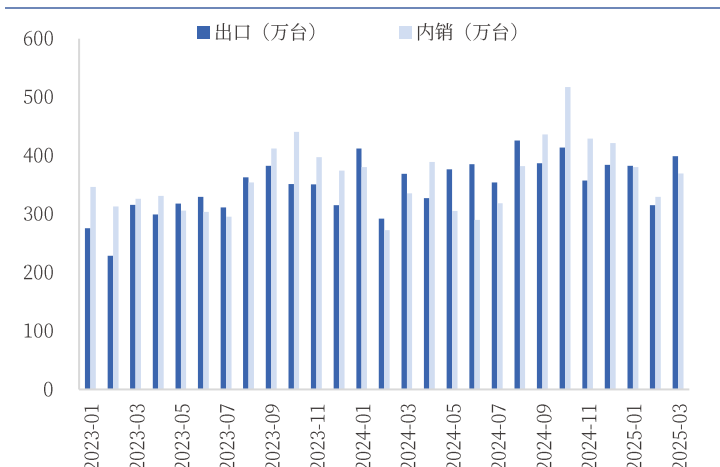
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图49：冰箱月度内销、出口出货量同比增速及排产情况



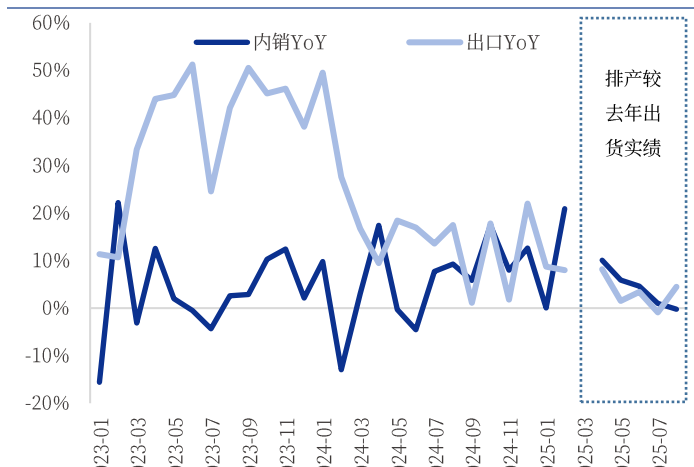
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图50：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51：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

四、投资建议

我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 4556/4882/5237 亿元，分别同比增长 11.4%/7.2%/7.3%，归母净利润 441/492/546 亿元，分别同比增长 14.6%/11.5%/11.0%，EPS 分别为 5.76/6.42/7.13 元每股，当前股价对应 12.9x/11.6x/10.4x 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	455,615	488,208	523,709
收入增长率%	9.5	11.4	7.2	7.3
归母净利润（百万元）	38,537	44,148	49,208	54,619
利润增速%	14.3	14.6	11.5	11.0
完全摊薄 EPS(元)	5.03	5.76	6.42	7.13
PE	14.8	12.9	11.6	10.4

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图52：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53：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

五、风险提示

美国关税风险、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	407,596	443,502	475,780
现金	140,410	128,823	155,338	177,776
应收账款	35,799	36,695	39,321	42,180
其它应收款	2,077	3,234	3,466	3,718
预付账款	3,686	5,003	5,344	5,708
存货	63,339	57,752	61,692	65,898
其他	143,751	176,088	178,341	180,499
非流动资产	215,288	205,791	204,117	201,618
长期投资	5,223	5,823	5,823	5,823
固定资产	33,529	33,812	33,411	31,986
无形资产	17,009	17,025	17,035	17,035
其他	159,527	149,130	147,847	146,773
资产总计	604,352	613,387	647,619	677,398
流动负债	351,820	348,952	369,323	382,607
短期借款	31,009	39,430	45,925	45,925
应付账款	92,800	83,984	89,714	95,830
其他	228,011	225,538	233,685	240,852
非流动负债	24,865	23,300	22,300	22,300
长期借款	10,492	7,492	6,492	6,492
其他	14,373	15,809	15,809	15,809
负债合计	376,684	372,252	391,623	404,907
少数股东权益	10,917	11,006	11,104	11,214
归属母公司股东权益	216,750	230,129	244,892	261,277
负债和股东权益	604,352	613,387	647,619	677,398
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	60,512	40,653	59,289	66,085
净利润	38,757	44,237	49,307	54,729
折旧摊销	7,824	6,971	7,628	8,246
财务费用	-4,026	1,160	1,249	1,299
投资损失	-1,443	-907	-1,458	-1,564
营运资金变动	21,395	-11,048	2,757	3,444
其它	-1,996	242	-192	-69
投资活动现金流	-87,902	-26,216	-2,575	-4,114
资本支出	-6,879	-5,703	-5,873	-5,678
长期投资	-85,000	1,200	1,840	0
其他	3,977	-21,713	1,458	1,564
筹资活动现金流	22,698	-26,120	-30,199	-39,532
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	-31,541	-35,694	-39,532
现金净增加额	-4,769	-11,587	26,515	22,438

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	455,615	488,208	523,709
营业成本	299,590	331,037	353,622	377,731
营业税金及附加	2,120	2,215	2,373	2,546
营业费用	38,754	43,092	45,689	48,490
管理费用	14,506	15,876	16,526	17,728
财务费用	-3,329	-3,351	-3,472	-4,085
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	907	1,458	1,564
营业利润	46,394	52,675	58,837	65,449
营业外收入	500	481	495	510
营业外支出	204	494	494	494
利润总额	46,690	52,663	58,838	65,465
所得税	7,933	8,426	9,532	10,736
净利润	38,757	44,237	49,307	54,729
少数股东损益	220	88	99	109
归属母公司净利润	38,537	44,148	49,208	54,619
EBITDA	51,184	56,283	62,994	69,627
完全摊薄 EPS (元)	5.03	5.76	6.42	7.13

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增速	9.5%	11.4%	7.2%	7.3%
营业利润增速	15.1%	13.5%	11.7%	11.2%
归母净利润增速	14.3%	14.6%	11.5%	11.0%
毛利率	26.4%	27.0%	27.3%	27.6%
归母净利率	9.5%	9.7%	10.1%	10.5%
ROE	17.8%	19.2%	20.1%	20.9%
ROIC	11.5%	12.4%	13.1%	13.9%
资产负债率	62.3%	60.7%	60.5%	59.8%
净负债比率	-23.8%	-15.3%	-22.7%	-29.5%
流动比率	1.11	1.17	1.20	1.24
速动比率	0.60	0.57	0.62	0.67
总资产周转率	0.75	0.75	0.77	0.79
应收账款周转率	11.86	12.51	12.79	12.79
应付账款周转率	3.62	3.74	4.07	4.07
每股收益	5.03	5.76	6.42	7.13
每股经营现金	7.90	5.30	7.74	8.62
每股净资产	28.28	30.03	31.95	34.09
P/E	14.76	12.88	11.56	10.41
P/B	2.62	2.47	2.32	2.18
EV/EBITDA	10.19	9.45	8.11	7.01
P/S	1.40	1.25	1.17	1.09

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。	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