

2025 年 06 月 18 日

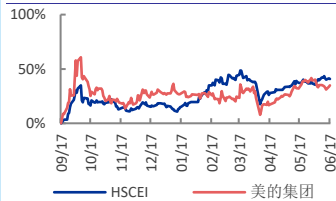
报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2025 年 06 月 17 日

收盘价（港币）	76.00
恒生中国企业指数	8694.67
52 周最高/最低（港币）	101.00/58.00
H 股市值（亿港元）	5,834.71
流通 H 股（百万股）	650.85
汇率（人民币/港币）	1.0941

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

刘正 A0230518100001
liuzheng@swsresearch.com
刘嘉玲 A0230522120003
liujl@swsresearch.com

联系人

刘嘉玲
(8621)23297818x
liujl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

美的集团 (00300)

——C 端业务全球布局稳健增长，B 端业务全面发展空间广阔

投资要点：

- **收入业绩稳健增长，盈利能力持续提升。**美的集团 2024 年实现总营收 4090.84 亿元，同比+9%；归母净利润 385.37 亿元，同比+14%，扣非归母净利润 357.41 亿元，同比+8%。2011-2024 年公司营业总收入 CAGR 为 9%，归母净利润 CAGR 为 20%，收入、利润保持稳步增长态势。分区域看，国内市场方面，2024 年公司国内收入 2381 亿元，同比+8%。据奥维云网数据显示，2024 年在家用空调、干衣机、台式泛微波、台式电烤箱、电磁炉、电暖器、电风扇、电热水壶、空气炸锅 9 个品类，美的系产品在国内线上与线下市场份额均位列行业第一。海外市场方面，2024 年公司海外收入 1690 亿元，同比+12%。公司已在海外 11 个国家设有 22 个海外研发中心，有 23 个海外生产基地，2024 年 OBM 业务收入已达到智能家居业务海外收入的 43%。
- **To C 端空冰洗业务稳健增长。**根据产业在线数据，2024 年空调内销出货量 1.04 亿台，同比+5%，外销出货量 0.96 亿台，同比+36%，合计出货量 2.01 亿台，同比+18%，年度空调出货量首次突破 2 亿台。市场份额方面，美的自 2022 年 10 月以来，空调总出货量市占率稳居行业第一，2025 年 2 月，美的空调总出货量市占率达到 31.90%。2023 年公司暖通空调板块实现收入 1611 亿元，2017-2023 年 CAGR 达到 9%，2023 年公司消费电器板块实现收入 1347 亿元，2017-2023 年 CAGR 为 5%。
- **To B 端三大业务板块齐发力。**新能源及工业技术板块，公司凭借在家电及商用空调产品领域数十年的行业经验，提供技术先进、可靠及环保的工业核心部件，包括压缩机、电机及工业控制系统。按照产量计算，美的家用空调压缩机业务 2023 年全球市场份额高达 45.1%，位列第一；公司家用空调电机及洗衣机电机产量均位居全球第一。智能楼宇科技板块，2023 年公司来自智能建筑科技的收入在中国内地排名第五，市场份额为 2.7%；而在商用空调方面，公司 2023 年收入在中国内地的市场份额为 14.3%，排名第一，在全球的市场份额为 6.6%，排名第 5。机器人与自动化板块主要由库卡经营，全球工业机器人市场相对集中，进入壁垒较高，2023 年公司以 8.9%的市场份额排名第三。
- **首次覆盖，给与“买入”评级。**我们预计美的集团 2025-2027 年公司可实现营业收入 4474.58、4783.59、5068.00 亿元，同比分别增长 9.4%/6.9%/5.9%；预计可实现归母净利润 424.83、467.03、504.07 亿元，同比分别增长 10.2%/9.9%/7.9%。我们所选取的可比公司对应 2025 年 PE 为 13 倍，公司 2025 年 PE 为 13 倍。考虑到公司是全球领先的科技企业，且业务布局广泛，同时公司治理优秀、经营质量优异，可以给到一定估值溢价，我们给到公司 2025 年 16 倍 PE，对应当前市值有 27%上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，汇率波动风险，出口贸易政策波动风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	373,710	409,084	447,458	478,359	506,800
同比增长率（%）	8	9	9	7	6
归母净利润（百万元）	33,722	38,539	42,483	46,703	50,407
同比增长率（%）	14	14	10	10	8
每股收益（元/股）	4.93	5.44	5.53	6.08	6.57
毛利率	26.33	26.18	26.44	26.60	26.82
ROE	20.70	17.78	18.20	18.66	18.84
PE	15.8	13.8	12.6	11.4	10.6

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

美的集团 2024 年实现总营收 4090.84 亿元, 同比+9%; 归母净利润 385.37 亿元, 同比+14%, 扣非归母净利润 357.41 亿元, 同比+8%。2011-2024 年公司营业总收入 CAGR 为 9%, 归母净利润 CAGR 为 20%, 收入、利润保持稳步增长态势。

我们预计美的集团 2025-2027 年公司可实现营业收入 4474.58、4783.59、5068.00 亿元, 同比分别增长 9.4%/6.9%/5.9%; 预计可实现归母净利润 424.83、467.03、504.07 亿元, 同比分别增长 10.2%/9.9%/7.9%。我们所选取的可比公司对应 2025 年 PE 为 13 倍, 公司 2025 年 PE 为 13 倍。考虑到公司是全球领先的科技企业, 且业务布局广泛, 同时公司治理优秀、经营质量优异, 可以给到一定估值溢价, 我们给到公司 2025 年 16 倍 PE, 对应当前市值有 27% 上涨空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

分品类来看, **智能家居业务**: 2025 年在家电以旧换新政策拉动下, 我们预计公司智能家居业务有望延续大个位数增长, 2026-2027 年随着政策退坡, 内销增速或将放缓, 但外销有望持续带来增量, 尤其是新兴市场地区有望保持高增长。我们预计智能家居业务 2025-2027 年营收同比+9.4%、+6.0%、+5.0%, 毛利率分别为 30.0%、30.2%、30.5%。**商业及工业解决方案**: 主要包括新能源及工业技术、智能楼宇科技、机器人与自动化以及其他业务, 2024 年收入首次超过千亿元, 商业及工业解决方案已成为美的的业务持续增长的主要引擎之一。我们预计新能源与工业技术业务 2025-2027 年营收同比+15.0%、+12.0%、+10.0%, 毛利率分别为 17.8%、18.0%、18.0%; 建筑科技业务 2025-2027 年营收同比+8.0%、+6.0%、+6.0%, 毛利率分别为 30.5%、30.8%、31.0%; 机器人及自动化业务 2025-2027 年营收同比+0.0%、+5.0%、+5.0%, 毛利率分别为 22.0%、22.5%、23.0%。

有别于大众的认识

市场担心以旧换新国补阶段性退坡, 可能会导致白电需求下滑。我们认为一方面从空调当前行业排产、终端销售数据来看, 仍保持了较高景气度, 并未表现出需求被透支的情况, 另一方面, 行业当前仍处于渠道去库存阶段, 抑制了生产端的需求, 一旦行业进入渠道补库存周期, 生产端有望迎来进一步增长。同时, 白电海外出口保持高景气度, 尤其是对亚非拉等新兴国家市场出口持续高增长, 有望持续对白电需求带来增量。

股价表现的催化剂

家电以旧换新补贴延续; 地产销售数据回暖; 白电出口延续高景气度。

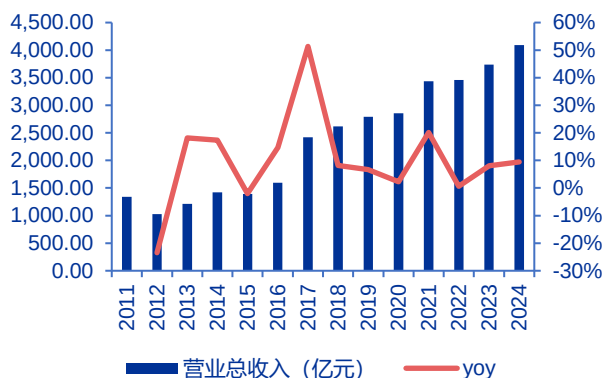
核心假设风险

原材料价格波动风险, 汇率波动风险, 出口贸易政策波动风险。

1. 收入业绩稳健增长，盈利能力持续提升

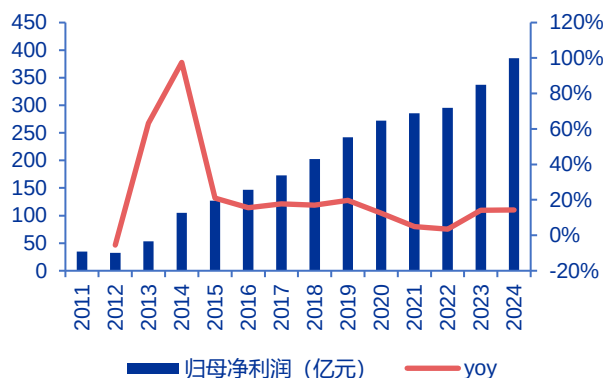
公司收入、归母净利润稳步增长。美的集团 2024 年实现总营收 4090.84 亿元，同比+9%；归母净利润 385.37 亿元，同比+14%，扣非归母净利润 357.41 亿元，同比+8%。2011-2024 年公司营业总收入 CAGR 为 9%，归母净利润 CAGR 为 20%，收入、利润保持稳步增长态势。

图 1：公司收入稳步增长（亿元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：公司归母净利润持续增长（亿元，%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司布局智能家居业务和商业及工业解决方案两大板块。智能家居业务方面，公司产品主要包括包含空调、冰箱、洗衣机、厨电及其他家电，并建立了完善的品牌矩阵，COLMO、东芝覆盖高端市场、美的、小天鹅、酷风覆盖大众市场、华凌、comfee 覆盖年轻群体市场。商业及工业解决方案板块包括新能源及工业技术、智能楼宇科技、机器人与自动化以及其他业务。商业及工业解决方案业务收入在总收入占比从 2020 年的 18.5% 提升至 2024 年的 25.5%，并于 2024 年收入首次超过千亿元，商业及工业解决方案已成为美的业务持续增长的主要引擎之一。

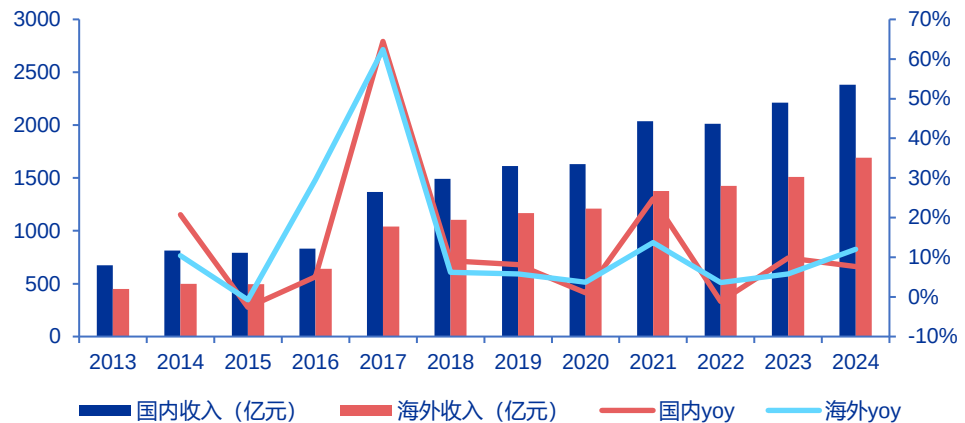
图 3：公司布局智能家居业务和商业及工业解决方案两大板块



资料来源：美的集团港股招股书，申万宏源研究

内外销收入均稳步增长，海外 OBM 业务占比持续提升。国内市场方面，2024 年公司国内收入 2381 亿元，同比+8%。公司在国内市场全面推进落实“数一”战略，据奥维云网数据显示，2024 年在家用空调、干衣机、台式泛微波、台式电烤箱、电磁炉、电暖器、电风扇、电热水壶、空气炸锅 9 个品类，美的系产品在国内线上与线下市场份额均位列行业第一。海外市场方面，2024 年公司海外收入 1690 亿元，同比+12%。公司已在海外 11 个国家设有 22 个海外研发中心，有 23 个海外生产基地，2024 年 OBM 业务收入已达到智能家居业务海外收入的 43%（22 年首次超过 40%），主要以东芝、美的及 Comfee 品牌为主，OBM 产品在众多海外市场已展现出较强的竞争力。

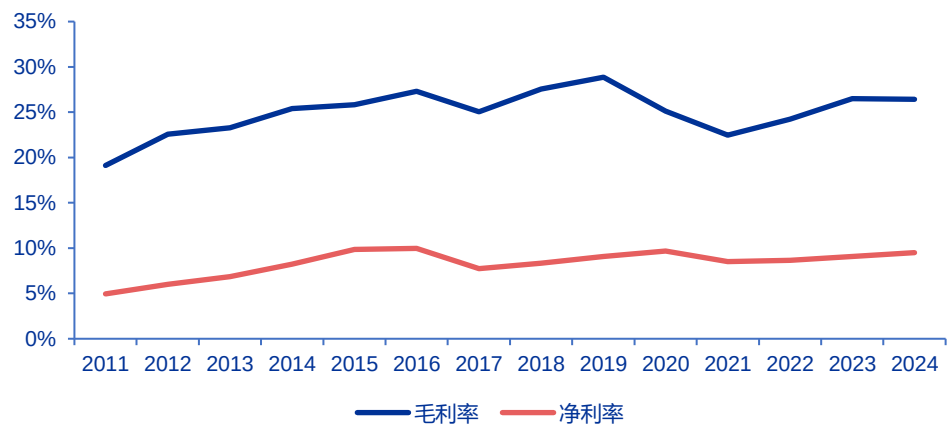
图 4：公司内外销收入均稳步增长（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

盈利能力近年来稳步提升。2021 年受铜、铝等原材料价格大幅上涨影响，公司毛利率、净利率有所下滑。2022 年以来，随着原材料价格相对稳定，且公司通过能效升级、产品结构升级等方式提升产品均价，环境原材料价格波动影响，公司毛利率、净利率水平问题提升，2024 年公司毛利率、净利率分别达到 26.4%、9.5%。

图 5：公司盈利能力近年来稳步提升（%）



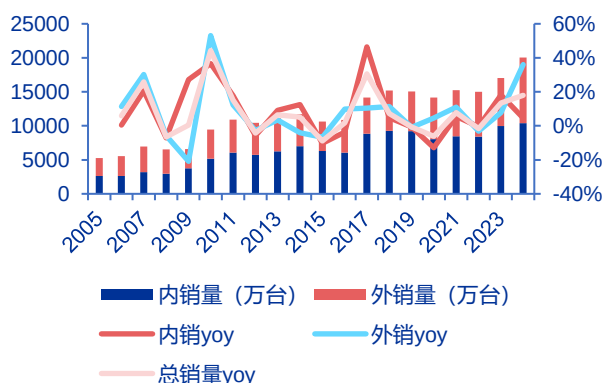
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. To C 业务稳健增长，To B 业务市场空间广阔

2.1 To C 端空冰洗业务稳健增长

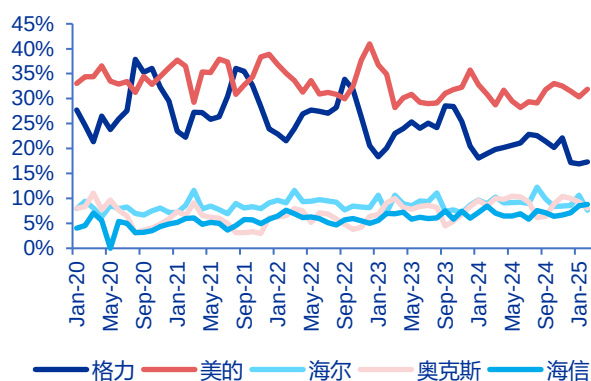
空调行业出货量稳步增长，美的出货量领跑行业。根据产业在线数据，2024 年空调内销出货量 1.04 亿台，同比+5%，外销出货量 0.96 亿台，同比+36%，合计出货量 2.01 亿台，同比+18%，年度空调出货量首次突破 2 亿台。市场份额方面，美的自 2022 年 10 月以来，空调总出货量市占率稳居行业第一，2025 年 2 月，美的空调总出货量市占率达到 31.90%。

图 6: 2024 年空调内外销出货量已突破 2 亿台(万台, %)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

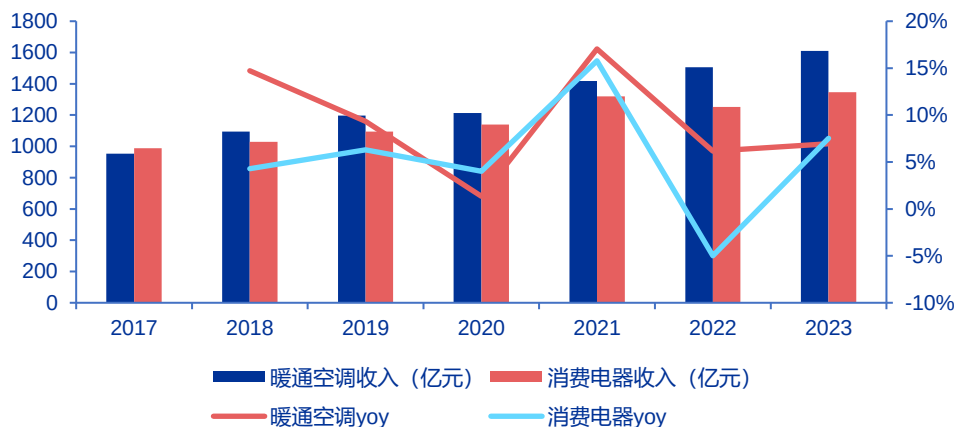
图 7: 美的空调总出货量份额领跑行业 (亿元, %)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司空调、消费电器板块收入稳健。2023 年公司暖通空调板块实现收入 1611 亿元，2017-2023 年 CAGR 达到 9%，2023 年公司消费电器板块（主要包含冰箱、洗衣机、厨房电器及其它小家电）实现收入 1347 亿元，2017-2023 年 CAGR 为 5%。家用空调板块，公司围绕碳中和、空气价值、智慧家庭三大方向，聚焦“制冷、制热、节能、智能、健康、舒适”技术战略布局，探索颠覆性和差异化产品技术，提升产品竞争力。冰洗板块，公司面向洗净、健康、高效、呵护四大需求方向，全面构建全球洗护行业核心竞争力。

图 8: 美的暖通空调、消费电器板块收入表现稳健 (亿元, %)

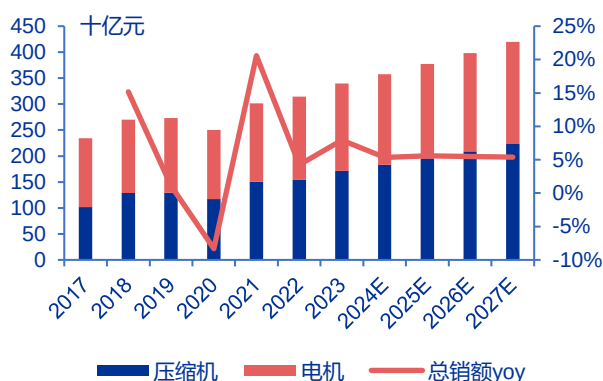


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.2 To B 端三大业务板块齐发力

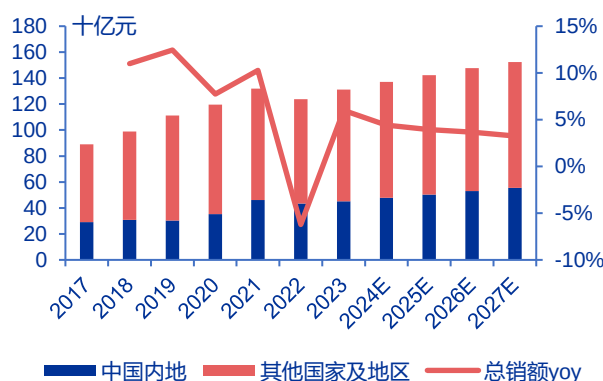
新能源及工业技术板块赋能家电，拓展绿色能源解决方案。公司凭借在家电及商用空调产品领域数十年的行业经验，提供技术先进、可靠及环保的工业核心部件，包括压缩机、电机及工业控制系统。按照产量计算，美的家用空调压缩机业务 2023 年全球市场份额高达 45.1%，位列第一；公司家用空调电机及洗衣机电机产量均位居全球第一。同时，公司提供贯穿能源价值链的绿色能源解决方案，包括大型储能、工商业储能、家用储能、智能电网、分布式光伏解决方案、新能源汽车零部件（包括热管理系统）等产品。

图 9：全球家电压缩机和家电电机销售额（十亿元，%）



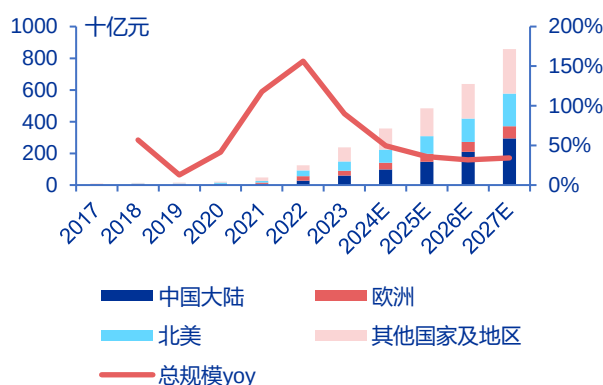
资料来源：美的集团港股招股书，申万宏源研究

图 10：全球工业控制系统销售额（十亿元，%）



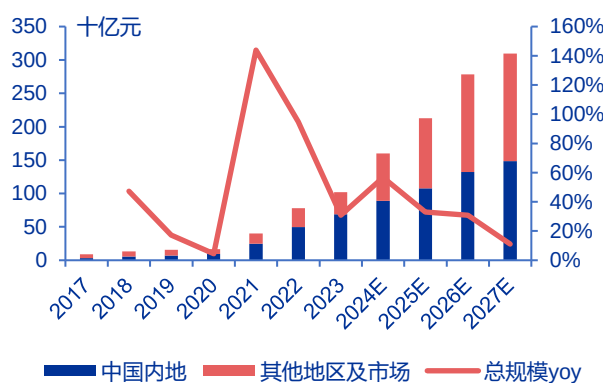
资料来源：美的集团港股招股书，申万宏源研究

图 11：按新增装机容量价值计算的全球储能市场规模（十亿元，%）



资料来源：美的集团港股招股书，申万宏源研究

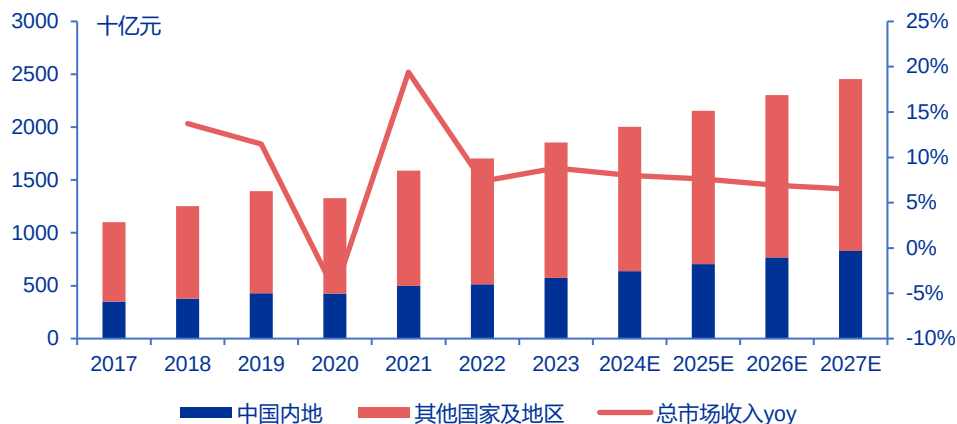
图 12：全球 NEV 热管理系统市场规模（十亿元，%）



资料来源：美的集团港股招股书，申万宏源研究

智能楼宇科技板块公司商用空调市场领先。公司在智能楼宇科技板块主要从事商用空调、电梯、楼宇能源管理及楼控软件等产品的组合，为基础设施、公共场所、工业园区、农业设施及其他场所提供智能综合解决方案。2023 年公司来自智能建筑科技的收入在中国内地排名第五，市场份额为 2.7%；而在商用空调方面，公司 2023 年收入在中国内地的市场份额为 14.3%，排名第一，在全球的市场份额为 6.6%，排名第 5。

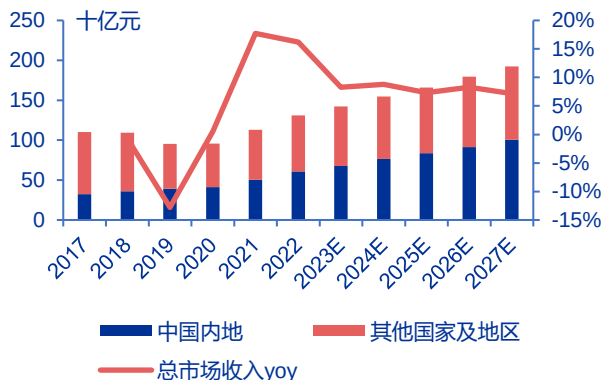
图 13: 全球智能建筑科技市场规模 (十亿元, %)



资料来源: 美的集团港股招股书, 申万宏源研究

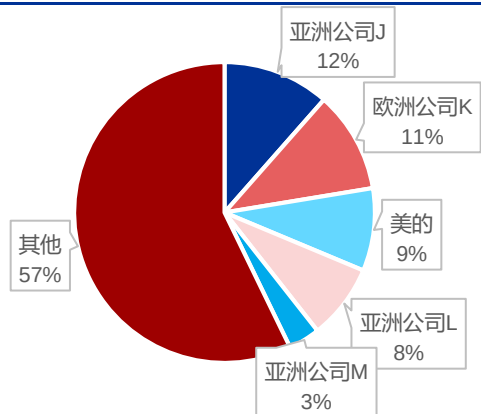
机器人与自动化板块依托库卡快速增长, 25 年推出人形机器人产品。公司机器人与自动化业务由库卡集团经营, 库卡为全球四大工业机器人制造商之一, 产品涵盖工业机器人、工作单元和全自动化系统的一站式自动化解决方案, 并通过其子公司瑞仕格提供物流自动化系统, 可服务汽车、电子、金属和塑料、消费品、零售、电商和医疗等终端市场。自 2017 年美的收购库卡集团以来, 其中国业务增长迅速, 库卡中国对库卡集团整体业务的收入贡献由 2021 年的 17.3% 增至 2023 年的 19.6%。全球工业机器人市场相对集中, 进入壁垒较高, 2023 年前五大工业机器人公司收入合计占全球市场的 42.8%, 公司以 8.9% 的市场份额排名第三。2025 年 3 月, 美的人形机器人首次亮相, 有望在美的工厂内从事巡检、机器运维、设备检等工作, 同时公司已具备较强的核心部件自制能力。

图 14: 全球工业机器人市场规模 (十亿元, %)



资料来源: 美的集团港股招股书, 申万宏源研究

图 15: 2023 年全球工业机器人公司收入份额, 美的位列第 3



资料来源: 美的集团港股招股书, 申万宏源研究

公司其他业务主要包括安得智联、美云智数、美智光电及万东医疗。安得智联致力于为客户提供端到端数字化智能供应链服务的物流科技公司, 协助企业推动渠道优化和提升供应链效率。安得智联为家电、快消品、家居及其他行业的 3,000 多家企业客户提供服务。2025 年 4 月 30 日, 美的集团公告拟分拆安得智联至香港联交所主板上市。在数字化运营

领域，子公司美云智数为智能制造和产业互联提供工业软件和数字化咨询服务，促进客户数字化转型。子公司美智光电主要从事照明及前装电器的研发、制造及销售，致力于为客户提供智能化综合解决方案。2021 年公司收购医疗影像产品和服务提供商万东医疗，进军医疗影像市场。

3. 盈利预测和估值

3.1 关键假设点

关键假设点：

公司主要业务包括 To C 端的智能家居业务，以及 To B 端的商业及工业解决方案业务，To B 端业务主要包括新能源及工业技术、智能楼宇科技、机器人与自动化以及其他业务。

一、智能家居业务：公司产品主要包括包含空调、冰箱、洗衣机、厨电及其他家电，并建立了完善的品牌矩阵。2025 年在家电以旧换新政策拉动下，我们预计公司智能家居业务有望延续大个位数增长，2026-2027 年随着政策退坡，内销增速或将放缓，但外销有望持续带来增量，尤其是新兴市场地区有望保持高增长。同时，能效升级、产品结构升级等行业趋势，有望带动公司盈利能力持续提升。我们预计智能家居业务 2025-2027 年营收同比+9.4%、+6.0%、+5.0%，毛利率分别为 30.0%、30.2%、30.5%。

二、新能源与工业技术业务：公司产品主要为工业核心部件，包括压缩机、电机及工业控制系统等，同时提供贯穿能源价值链的绿色能源解决方案，包括大型储能、工商业储能、家用储能、智能电网、分布式光伏解决方案、新能源汽车零部件（包括热管理系统）等产品。公司压缩机业务保持行业领先地位，同时在工业控制系统、储能、热管理等板块跟随行业保持稳定增长趋势，且随着规模的提升，有望带动盈利能力稳步提升。我们预计新能源与工业技术业务 2025-2027 年营收同比+15.0%、+12.0%、+10.0%，毛利率分别为 17.8%、18.0%、18.0%。

三、智能建筑科技业务：公司产品主要包括商用空调、电梯、楼宇能源管理及楼控软件等。公司在商用空调领域保持领先地位。随着全球去碳化、数字城市发展、城市化等趋势的持续推进，智能建筑科技市场有望持续提升，公司有望受益行业增长，我们预计智能建筑科技业务 2025-2027 年营收同比+8.0%、+6.0%、+6.0%，毛利率分别为 30.5%、30.8%、31.0%。

四、机器人及自动化业务：公司机器人与自动化业务由库卡集团经营，产品涵盖工业机器人、工作单元和全自动化系统的一站式自动化解决方案。2025 年 3 月，美的推出人形机器人产品，且公司已具备较强的核心部件自制能力。全球工业机器人市场稳步增长，同时公司人形机器人具备巨大潜力，我们预计机器人及自动化业务 2025-2027 年营收同比+0.0%、+5.0%、+5.0%，毛利率分别为 22.0%、22.5%、23.0%。

五、其他：公司 To B 业务中其他业务主要包括安得智联、美云智数、美智光电及万东医疗，预计将保持稳健增长态势，我们预计 2025-2027 年营收同比+5.0%、+5.0%、+5.0%，

毛利率分别为 11.0%、11.5%、12.0%。除了 To B、To C 端业务外，公司其他业务包括其他业务包括智能供应链、家电原材料销售、批发及加工业务，以及吸收存款、同业拆借、消费信贷、买方信贷及融资租赁等金融业务，预计将随主业保持稳步增长，预计 2025-2027 年营收同比+15.0%、+12.0%、+10.0%，毛利率分别为 13.5%、14.0%、14.5%。

表 1：公司分业务收入拆分及预测（单位：百万元/%）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
一、营业收入	372,037	407,150	445,458	476,359	504,800
(+/-%)	8.2%	9.4%	9.4%	6.9%	6.0%
营业成本	276,409	299,585	327,699	349,643	369,435
毛利率	25.7%	26.4%	26.4%	26.6%	26.8%
1、智能家居（Toc）					
营业收入	246,351	269,532	294,868	312,560	328,189
(+/-%)		9.4%	9.4%	6.0%	5.0%
占销售收入比重	66.2%	66.2%	66.2%	65.6%	65.0%
营业成本	175,671	188,741	206,408	218,167	228,091
毛利率	28.7%	30.0%	30.0%	30.2%	30.5%
2、商业及工业解决方案（Tob）					
营业收入	97,782	104,496	112,501	121,139	129,686
(+/-%)		6.9%	7.7%	7.7%	7.1%
占销售收入比重	26.3%	25.7%	25.3%	25.4%	25.7%
营业成本	76,197	82,146	88,344	94,789	101,222
毛利率	22.1%	21.4%	21.5%	21.8%	21.9%
2.1 新能源与工业技术					
营业收入	27,874	33,610	38,652	43,290	47,619
(+/-%)		20.6%	15.0%	12.0%	10.0%
占销售收入比重	7.5%	8.3%	8.7%	9.1%	9.4%
营业成本	22,947	27,649	31,772	35,498	39,048
毛利率	17.7%	17.7%	17.8%	18.0%	18.0%
2.2 智能建筑科技					
营业收入	25,915	28,470	30,747	32,592	34,548
(+/-%)		9.9%	8.0%	6.0%	6.0%
占销售收入比重	7.0%	7.0%	6.9%	6.8%	6.8%
营业成本	18,305	19,880	21,369	22,554	23,838
毛利率	29.4%	30.2%	30.5%	30.8%	31.0%
2.3 机器人及自动化					
营业收入	31,054	28,701	28,701	30,136	31,642
(+/-%)		-7.6%	0.0%	5.0%	5.0%
占销售收入比重	8.3%	7.0%	6.4%	6.3%	6.3%
营业成本	23,678	22,388	22,386	23,355	24,365
毛利率	23.8%	22.0%	22.0%	22.5%	23.0%
2.4 其他业务					
营业收入	12,939	13,715	14,401	15,121	15,877
(+/-%)		6.0%	5.0%	5.0%	5.0%

占销售收入比重	3.5%	3.4%	3.2%	3.2%	3.1%
营业成本	11,267	12,230	12,817	13,382	13,972
毛利率	12.9%	10.8%	11.0%	11.5%	12.0%
3、其他					
营业收入	27,905	33,121	38,089	42,660	46,926
(+/-%)		18.7%	15.0%	12.0%	10.0%
占销售收入比重	400.0%	8.1%	8.6%	9.0%	9.3%
营业成本	24,536	28,698	32,947	36,687	40,122
毛利率	12.1%	13.4%	13.5%	14.0%	14.5%

资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2 相对估值

公司主营业务包括以白电为主的智能家居业务，2024 年在公司收入中占比 66%，其他业务还包括 To B 端的新能源及工业技术、智能楼宇科技、机器人与自动化等。我们选择白电行业的海尔智家、格力电器、海信家电，小家电头部企业苏泊尔、九阳股份作为可比公司。海尔智家主营业务为包括冰箱/冷柜、厨电、空调、洗衣设备、水家电在内的智能家庭业务，以及提供智能家庭全套化解决方案。格力电器主营业务以空调及其零部件为主。海信家电主营业务以白电、中央空调、厨电为主，并布局汽车空调压缩机及综合热管理系统。苏泊尔主营业务为厨房小家电、厨卫电器、生活家居电器，是小家电领域的领先公司。九阳股份主营小家电系列产品。

我们预计美的集团 2025-2027 年公司可实现营业收入 4474.58、4783.59、5068.00 亿元，同比分别增长 9.4%/6.9%/5.9%；预计可实现归母净利润 424.83、467.03、504.07 亿元，同比分别增长 10.2%/9.9%/7.9%。

我们所选取的可比公司对应 2025 年 PE 为 13 倍，公司 2025 年 PE 为 13 倍。考虑到公司是全球领先的科技企业，且业务布局广泛，除了智能家居外，还涵盖新能源及工业技术、智能建筑科技、机器人与自动化、健康医疗、智慧物流等业务，同时公司治理优秀、经营质量优异，可以给到一定估值溢价，我们给到公司 2025 年 16 倍 PE，对应当前市值有 27%上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司相对估值表（2025 年 6 月 17 日收盘价）

股票代码	公司名称	收盘价	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600690	海尔智家	24.91	2.27	2.52	2.79	11	10	9
000921	海信家电	26.93	2.75	3.10	3.45	10	9	8
000651	格力电器	44.45	6.31	6.78	7.24	7	7	6
002032	苏泊尔	52.30	3.00	3.21	3.41	17	16	15
002242	九阳股份	9.38	0.44	0.52	0.58	22	18	16
	平均值					13	12	11
0300.HK	美的集团	76.00	5.53	6.08	6.57	13	11	11

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：除美的集团采用申万盈利预测外，其他可比公司 EPS 均采用 Wind 一致预期

4. 风险提示

原材料价格波动风险：公司采购的原材料主要包括铜、钢、塑料和铝，原材料成本占产品成本的比例较高，若原材料价格出现大幅波动，将对公司盈利能力产生影响。

汇率波动风险：截至 2025 年 6 月 16 日，美元兑人民币汇率为 7.1746。若汇率持续出现波动，公司的出口收入及盈利或将受到一定影响。

出口贸易政策波动风险：2025 年以来，北美关税政策持续变化，2024 年公司海外收入占比 41%，若关税税率持续出现大幅波动，或对公司收入、业绩产生一定影响。

表 3：合并损益表

单位：百万元（人民币）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	373,710	409,084	447,458	478,359	506,800
主营收入	373,710	409,084	445,458	476,359	504,800
营业成本	-275,320	-301,983	-327,699	-349,643	-369,435
销售及营销费用	-34,881	-38,753	-40,271	-42,206	-44,092
一般行政管理费用	-13,976	-15,404	-17,451	-18,178	-19,258
研发费用	-14,586	-16,233	-17,898	-19,134	-20,272
其他经营损益	7,175	10,076	8,159	7,513	7,260
利息收入	1,085	945	865	1,092	1,307
利息支出	-3,373	-1,917	-1,588	-1,094	-1,094
投资收益	681	847	400	400	400
资产减值损失	-235	29	-169	-158	-149
其他非经常性损益	0	0	0	0	0
除税前利润	40,279	46,692	51,805	56,951	61,468
所得税	-6,532	-7,933	-9,066	-9,966	-10,757
净利润	33,747	38,759	42,739	46,985	50,711
少数股东损益及其他	25	220	256	282	304
归属普通股股东净利润	33,722	38,539	42,483	46,703	50,407

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

表 4：合并资产负债表

单位：百万元（人民币）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	281,321	389,064	378,932	407,372	435,416
现金及等价物	59,887	55,119	73,048	88,724	104,915
应收款项	53,204	65,170	69,152	73,949	78,364
存货	47,339	63,339	64,540	67,508	69,945
其他流动资产	120,891	205,436	172,191	177,191	182,191
非流动资产	204,715	215,288	212,869	210,306	207,599
长期投资	99,200	108,131	108,131	108,131	108,131
固定资产	36,383	39,629	37,210	34,647	31,940
投资物业	1,294	1,185	1,185	1,185	1,185

无形资产及商誉	52,363	49,362	49,362	49,362	49,362
其他非流动资产	15,476	16,982	16,982	16,982	16,982
资产总计	486,036	604,352	591,801	617,678	643,014
流动负债	251,246	351,820	322,385	331,016	338,801
短期借款	22,110	69,549	30,000	30,000	30,000
应付款项	226,120	277,042	287,156	295,787	303,571
其他流动负债	3,016	5,229	5,229	5,229	5,229
非流动负债	60,492	24,865	24,865	24,865	24,865
负债合计	311,738	376,684	347,250	355,881	363,665
股本	7,026	7,656	7,677	7,677	7,677
总储备	168,723	214,823	231,428	248,393	265,641
其他股东权益	0	0	0	0	0
非控股权益	11,421	10,917	11,174	11,456	11,760
权益总额	174,298	227,667	244,551	261,797	279,349
负债和股东权益合计	486,036	604,352	591,801	617,678	643,014

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

表 5：合并现金流量表

单位：百万元（人民币）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	33,747	38,759	42,739	46,985	50,711
加：折旧摊销减值			5,187	5,321	5,457
利息净支出			723	2	-213
投资损失			-400	-400	-400
营运资本变动			4,311	708	782
其它经营现金流			0	0	0
经营活动现金流	57,903	60,512	52,561	52,616	56,337
资本开支			-2,600	-2,600	-2,600
其它投资现金流			34,097	-4,600	-4,600
投资活动现金流	-31,220	-87,902	31,497	-7,200	-7,200
支付股利和利息			-27,431	-29,740	-32,946
其它融资现金流			-38,698	0	0
融资活动现金流	-17,910	22,698	-66,128	-29,740	-32,946
净现金流	8,773	-4,692	17,929	15,676	16,191

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。