

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
人民币 73.71 人民币 96.20个 +30.5%

2025 年 9 月 1 日

美的集团 (000333 CH)

2025 上半年业绩稳健增长，经营韧性凸显，维持买入

⊕ **2025 上半年业绩超预期，To C 与 To B 业务均实现良好增长：**2025 上半年公司营业总收入/扣非后归母净利润同比增长 15.7%/25.0%至 2,523 亿元/260 亿元（人民币，下同），其中 To C/To B 业务分别实现 13.3%/20.8%的同比增速。毛利率受中国内地市场价格竞争和 To B 业务占比提升影响，同比降 0.6 个百分点至 25.5%。单季度看，2 季度营业总收入/归母净利润同比增 11.0%/15.1%至 1,239 亿元/136 亿元。尽管下半年仍面临需求偏软及海外贸易不确定性等挑战，我们认为公司仍具备稳健的增长韧性。我们小幅上调 2025-27 年的盈利预测，上调目标价至 96.20 元。持续看好美的作为家电龙头的稳健经营，其未来成长路径清晰，高股息率亦提供一定安全边际，维持**买入**评级。

⊕ **高端化和全球化共同驱动 To C 业务持续增长：**1) **中国内地市场：**在“以旧换新”政策持续推动下，上半年内销收入同比增长 14.1%。COLMO+东芝双高端品牌表现亮眼，上半年零售额同比增长超过 60%，持续驱动产品结构升级。同时，公司积极推进 DTC 渠道改革，提升零售能力、优化渠道效率，上半年公司在中国内地电商销售额占比已超过 50%。2) **海外市场：**上半年海外收入同比增 17.7%，尽管 2 季度外销订单增长承压，但 7-8 月已呈现加速恢复态势。公司稳步推进 OBM 优先战略，上半年自主品牌收入占 To C 外销收入比重进一步提升至 45%以上（2024 年底：43%），我们认为这有助于品牌价值构建及长期盈利能力提升。随着 OBM 规模扩大及海外工厂数字化改造推进，海外业务利润率仍有提升空间。

⊕ **To B 业务增长动能强劲：**公司 To B 业务表现亮眼，占收比同比提升 1.1 个百分点至 25.6%；新能源及工业技术/智能建筑科技/机器人与自动化的收入分别同比增长 28.6%/24.2%/8.3%。公司深耕暖通家电部件，保持核心品类全球份额第一，并在新能源汽车领域拓展核心部件订单；楼宇板块因收购欧洲 Clivet 高速增长，数据中心业务亦高速增长；库卡中国上半年内地市场份额提升。

⊕ **小幅上调盈利预测和目标价，维持买入评级：**基于上半年的良好趋势，我们略微上调了 2025-27 年收入预测 2-5%，调整后 2024-27 年收入复合增长率为 8%。利润率假设大致保持不变，带动净利润预测上调 1-4%，对应 2024-27 年净利润复合增长率为 10%。基于 15 倍预测市盈率不变（从 2025 年滚动到 2026 年），上调目标价至 96.20 元，维持**买入**。

财务数据一览

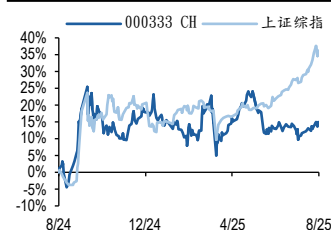
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	373,709	409,084	450,922	484,629	515,554
同比增长(%)	8.1	9.5	10.2	7.5	6.4
净利润(百万人民币)	33,745	38,757	44,584	48,718	52,253
每股盈利(人民币)	4.93	5.44	5.87	6.41	6.88
同比增长(%)	13.6	10.3	7.8	9.3	7.3
前EPS预测值(人民币)			5.81	6.19	6.60
调整幅度(%)			0.9	3.6	4.2
市盈率(倍)	15.0	13.5	12.6	11.5	10.7
每股账面净值(人民币)	23.87	28.31	29.91	30.90	31.76
市账率(倍)	3.09	2.60	2.46	2.39	2.32
股息率(%)	4.1	4.7	4.7	5.2	5.6

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(人民币)	80.19
52周低位(人民币)	60.75
市值(百万人民币)	510,065.83
日均成交量(百万)	56.77
年初至今变化(%)	(2.01)
200天平均价(人民币)	73.24

资料来源: FactSet

肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

钱昊, CFA

Alan.Qian@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

图表 1：盈利预测变化

(人民币百万)	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	450,922	441,020	2.2%	484,629	465,551	4.1%	515,554	492,052	4.8%
智能家居业务	290,005	296,486	-2.2%	308,142	326,134	-5.5%	324,229	358,748	-9.6%
毛利润	120,276	118,512	1.5%	130,231	125,568	3.7%	139,055	133,205	4.4%
毛利率	26.7%	26.6%	0.1ppt	26.9%	27.0%	-0.1ppt	27.0%	27.1%	-0.1ppt
经营利润	53,383	52,606	1.5%	58,338	55,995	4.2%	62,575	59,673	4.9%
经营利润率	11.8%	11.8%	0.0ppt	12.0%	12.0%	0.0ppt	12.1%	12.1%	0.0ppt
归母净利润	44,331	43,941	0.9%	48,521	46,848	3.6%	51,985	49,867	4.2%
净利润率	9.8%	10.0%	-0.1ppt	10.0%	10.1%	-0.1ppt	10.1%	10.1%	-0.1ppt

资料来源：交银国际预测

图表 2：交银国际预测 vs. VA 一致预期

(人民币百万)	2025E			2026E			2027E		
	交银国际 预测	VA 预期	差异	交银国际 预测	VA 预期	差异	交银国际 预测	VA 预期	差异
营业收入	450,922	445,177	1.3%	484,629	471,427	2.8%	515,554	501,669	2.8%
智能家居业务	290,005	288,914	0.4%	308,142	300,060	2.7%	324,229	315,707	2.7%
毛利润	120,276	120,866	-0.5%	130,231	128,842	1.1%	139,055	135,873	2.3%
毛利率	26.7%	27.1%	-0.5ppt	26.9%	27.3%	-0.5ppt	27.0%	27.1%	-0.1ppt
经营利润	53,383	51,687	3.3%	58,338	55,657	4.8%	62,575	60,564	3.3%
经营利润率	11.8%	11.6%	0.2ppt	12.0%	11.8%	0.2ppt	12.1%	12.1%	0.1ppt
归母净利润	44,331	43,038	3.0%	48,521	46,721	3.9%	51,985	50,823	2.3%
净利润率	9.8%	9.7%	0.2ppt	10.0%	9.9%	0.1ppt	10.1%	10.1%	0.0ppt

资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际预测

图表 3：美的集团 (000333 CH) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4：交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	322.40	394.00	22.2%	2025 年 08 月 20 日	潮流玩具
291 HK	华润啤酒	买入	27.98	35.90	28.3%	2025 年 08 月 20 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	8.40	10.15	20.8%	2025 年 07 月 31 日	啤酒
600887 CH	伊利股份	买入	28.57	34.50	20.7%	2025 年 09 月 01 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	15.20	21.51	41.5%	2025 年 08 月 29 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.79	12.30	39.9%	2023 年 09 月 05 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	27.71	28.00	1.0%	2025 年 08 月 06 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	4.39	4.73	7.8%	2025 年 07 月 30 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	14.75	10.40	-29.5%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	61.45	84.00	36.7%	2025 年 08 月 28 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	26.24	36.60	39.5%	2025 年 09 月 01 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	73.71	96.20	30.5%	2025 年 09 月 01 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	42.60	52.96	24.3%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	24.76	22.64	-8.6%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.41	2.79	15.8%	2025 年 07 月 22 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	48.12	48.70	1.2%	2025 年 08 月 22 日	零售
2020 HK	安踏	买入	96.00	117.90	22.8%	2025 年 08 月 27 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	18.89	16.28	-13.8%	2025 年 07 月 15 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.52	0.74	42.3%	2025 年 08 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	3.22	2.98	-7.5%	2025 年 06 月 26 日	体育用品经销商

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 8 月 29 日

2025 年 9 月 1 日

美的集团 (000333 CH)

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	373,709	409,084	450,922	484,629	515,554
主营业务成本	(273,481)	(299,585)	(328,515)	(352,106)	(374,062)
毛利	100,228	109,499	122,408	132,522	141,492
销售及管理费用	(48,358)	(53,260)	(57,445)	(61,739)	(65,679)
研发费用	(14,583)	(16,233)	(17,952)	(19,294)	(20,525)
经营利润	37,287	40,006	47,011	51,490	55,288
财务成本净额	3,262	3,329	3,670	3,944	4,196
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	(272)	3,353	3,029	3,255	3,463
税前利润	40,277	46,689	53,709	58,689	62,948
税费	(6,532)	(7,933)	(9,125)	(9,971)	(10,695)
非控股权益	(25)	(220)	(253)	(197)	(268)
净利润	33,745	38,757	44,584	48,718	52,253
作每股收益计算的净利润	33,719	38,537	44,331	48,521	51,985

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	81,674	140,410	146,448	157,800	174,212
应收账款及票据	38,407	42,518	46,683	49,185	52,801
存货	47,339	63,339	57,266	68,142	65,086
其他流动资产	113,901	142,797	151,196	151,566	146,666
总流动资产	281,321	389,064	401,594	426,693	438,767
投资物业	1,294	1,185	1,185	1,185	1,185
物业、厂房及设备	30,938	33,529	34,928	35,435	35,718
其他有形资产	4,681	5,364	6,364	7,864	9,364
无形资产	18,458	17,009	17,009	17,009	17,009
合资企业/联营公司投资	38	36	36	36	36
其他长期资产	149,309	158,166	158,666	159,166	159,666
总长期资产	204,717	215,288	218,187	220,694	222,977
总资产	486,038	604,352	619,781	647,388	661,744
短期贷款	8,819	31,009	31,009	31,009	31,009
应付账款	94,238	118,774	114,836	129,682	130,083
其他短期负债	148,188	202,037	209,885	213,972	220,335
总流动负债	251,246	351,820	355,729	374,663	381,427
长期贷款	46,139	10,492	11,492	12,492	13,493
长期应付账款	0	0	0	0	0
其他长期负债	14,354	14,373	14,056	14,056	14,057
总长期负债	60,493	24,865	25,548	26,548	27,550
总负债	311,739	376,684	381,277	401,211	408,977
股本	7,026	7,656	7,656	7,656	7,656
储备及其他资本项目	155,853	209,094	219,677	227,154	233,744
股东权益	162,879	216,750	227,333	234,810	241,400
非控股权益	11,421	10,917	11,170	11,367	11,367
总权益	174,300	227,667	238,504	246,177	252,767

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	33,745	38,757	44,584	48,718	52,253
折旧及摊销	7,349	7,824	4,667	6,058	6,283
营运资本变动	20,150	20,202	1,905	5,953	10,059
利息调整	(3,135)	(4,026)	(3,670)	(3,944)	(4,196)
其他经营活动现金流	(207)	(2,245)	(709)	(851)	(981)
经营活动现金流	57,902	60,512	46,777	55,933	63,418
资本开支	(6,314)	(7,840)	(7,492)	(8,492)	(8,493)
投资活动	116,075	112,908	114,491	120,216	126,227
其他投资活动现金流	(140,980)	(192,970)	(146,384)	(153,703)	(161,388)
投资活动现金流	(31,220)	(87,902)	(39,385)	(41,980)	(43,655)
负债净变动	33,115	24,986	29,050	30,503	32,028
权益净变动	2,358	34,696	18,527	19,453	20,426
股息	19,644	22,822	26,599	29,113	31,191
其他融资活动现金流	(73,027)	(59,806)	683	1,000	1,002
融资活动现金流	(17,910)	22,698	(25,915)	(28,113)	(30,189)
汇率收益/损失	(17)	(76)	(76)	(76)	(76)
年初现金	55,270	81,674	140,410	146,448	157,800
年末现金	81,674	140,410	146,448	157,800	174,212

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	4.930	5.440	5.866	6.410	6.875
全面摊薄每股收益	4.920	5.420	5.866	6.410	6.875
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股股息	3.042	3.489	3.500	3.831	4.104
每股账面值	23.868	28.311	29.912	30.896	31.763
利润率分析(%)					
毛利率	26.8	26.8	27.1	27.3	27.4
EBITDA利润率	11.9	11.7	11.5	11.9	11.9
EBIT利润率	10.0	9.8	10.4	10.6	10.7
净利率	9.0	9.5	9.9	10.1	10.1
盈利能力(%)					
ROA	7.4	7.1	7.3	7.7	8.0
ROE	20.7	19.3	19.1	20.1	20.9
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
存货周转天数	62.3	67.4	67.0	65.0	65.0
应收账款周转天数	34.5	35.8	35.8	35.8	35.8
应付账款周转天数	121.1	128.0	128.0	125.0	125.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 9 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025 年 9 月 1 日

美的集团 (000333 CH)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。